

第三章 人民幣匯率與中國國際收支

第一節 前言

一國的匯率走勢是與其匯率體制緊密相關的。例如，在浮動匯率制度下，一國貨幣當局無需採取外匯干預政策而放任匯率自由升貶。相反的，一國貨幣當局為維繫固定匯率制度，則必須在外匯市場中收購過多國際收支順差所形成的匯率升值壓力，進而加快一國外匯存底的積累。並且，一國採行固定匯率制度也意味著該國匯率走勢係由政府所調控，非通過市場供需來決定，這容易促使該國的名目匯率偏離其應有的基礎均衡匯率水準，⁵⁶亦即產生匯率失衡的現象。

更嚴重的是，一國匯率的失衡還會進一步牽動該國的國際收支變化。因為根據馬婁條件可知，在進出口商品的需求彈性之總和大於一的前提下，則一國貨幣貶值可以改善該國的對外貿易情況，進而促使該國經常帳順差大為增加。⁵⁷並且，部分企業為了匯入資金以投資投機性資產也會通過浮報出口的方式再進一步擴大該國經常帳的順差。⁵⁸

再加上國際熱錢也將趁機湧入藉以套取匯差，從而衝高一國國際收支平衡表中的誤差與遺漏項金額。⁵⁹更甚者，進入該國的熱錢很大部分可能是本國自身居民所匯入，因此即便該國政府採取嚴格的資本管制也很難阻絕這部分資金的流入。這些國際熱錢不僅預期人民幣升值可以套匯獲利，更將大量資金投入經濟過熱產業投機，⁶⁰而這可能反映在以及資本帳項下的其他投資。

綜合來看，一國採行固定匯率制度將易於造成該國匯率偏離其應有的基礎均衡匯率，亦即衍生出該國匯率被低估或高估的失衡問題。其中，一國匯率被低估將通過馬婁條件與國際熱錢的湧入，進而擴大一國的經常帳、資本帳下的其他投資以及誤差與遺漏項金額，最終加劇該國的國際收支失衡。（見圖 3-1）

為此，本研究將先行梳理 1949 年迄今人民幣匯率體制的沿革，並在此基礎上，再剖析 2002 年至 2007 年上半年人民幣匯率走勢以及人民幣匯率失衡的程度。最後，在評估人民幣匯率被低估的情況下之中國國際收支的失衡情形，以期

⁵⁶ Williamson John, "Estimates of FEERs," pp. 177-244.

⁵⁷ 李榮謙，《國際貨幣與金融》，頁 119。

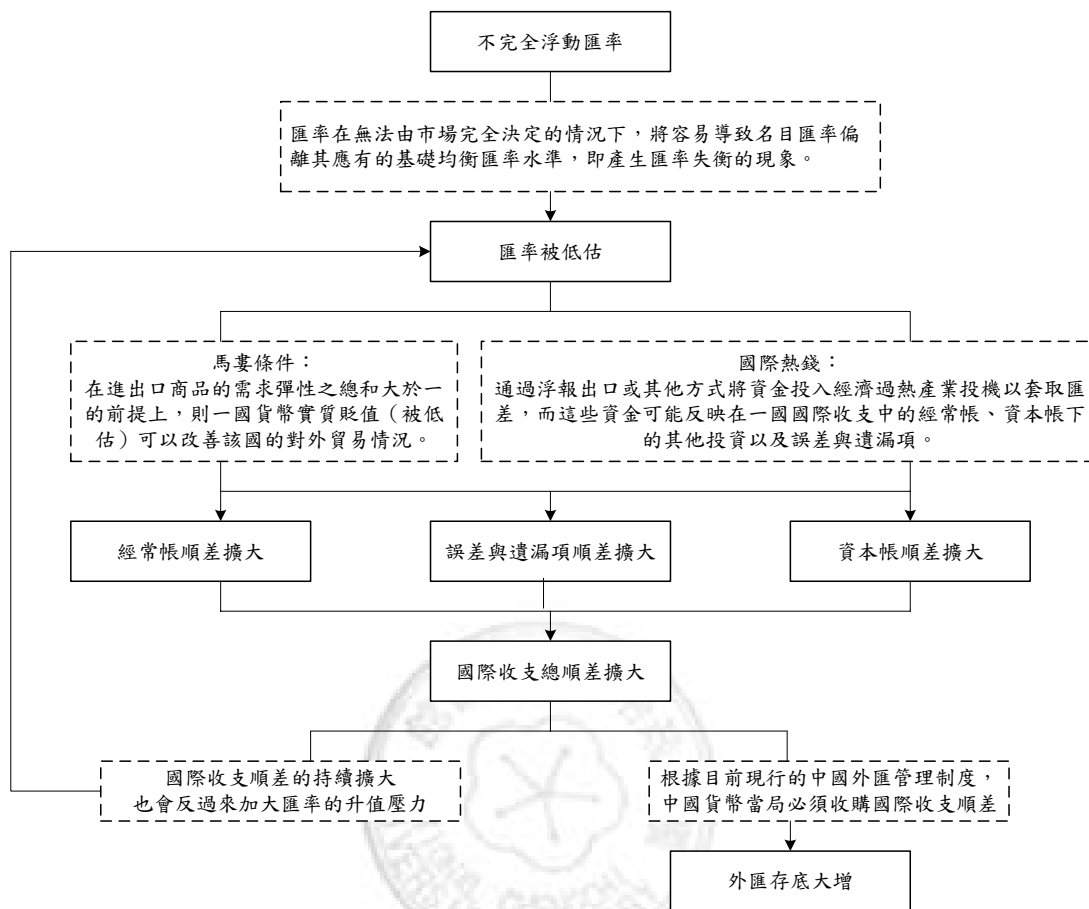
⁵⁸ 王曉然，〈李德水曝順差真相〉，http://www.china.com.cn/economic/txt/2007-01/22/content_7691972.htm。

⁵⁹ John T. Cuddington, "Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanation," pp. 1-44.

⁶⁰ Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," pp. 79-114.

進一步瞭解 2002 年至 2007 年上半年間中國貨幣當局所面對的國際金融情境。

圖 3-1：不完全浮動匯率制度下的國際收支情況



資料來源：本研究自行繪製。

第二節 人民幣匯率體制變化

匯率變化是與匯率體制的變遷緊密相關，因此本研究在探析人民幣匯率變化與中國國際收支的互動關係之前，先行依據匯率制度性質為標準，分別闡述固定匯率、雙重匯率以及管理浮動匯率下的人民幣匯率形成機制，以釐清人民幣匯率的變動脈絡。

一、固定匯率時期

在 1970 年代以前，中國政府除在 1949 年 10 月至 1953 年 2 月三年半的時間內曾短暫實行過依據人民幣兌美元的出口商品價格、進口商品價格與華僑日用品消費價格三者的綜合加權平均數以確定人民幣匯率水準外，⁶¹自 1953 年 3 月中國政府實施第一個五年經濟計畫起，人民幣匯率便轉趨固定，只作為官方編制計畫與經濟核算的標準；⁶²此時的人民幣匯率乃為參照各國所公布之匯率值再加以刻意提高，用以降低原物料的進口成本。⁶³在此背景下，人民幣匯率從 1953 年 3 月至 1971 年 11 月近 20 年的時間內，人民幣兌美元匯率基本保持在 2.4618 人民幣/美元的水準。⁶⁴

二、匯率雙軌制時期

不過，自 1971 年 12 月布列頓森林 (Bretton Woods) 制度崩解後，中國政府改採參照包括美元、日圓、英鎊、西德馬克與瑞士法郎在內的一籃子貨幣作為人民幣匯率的計價原則，且一直持續到 1981 年開始實行貿易內部結算與對外公佈匯率的雙重匯率制度為止。所謂貿易內部結算匯率意指以出口商品平均換匯成本加 10% 利潤計算，即 2.807 人民幣/美元的匯率，用於進出口貿易的結算。而非貿易收支則以官方公布的 1.53 人民幣/美元進行結算。⁶⁵

儘管通過實施貿易內部結算與對外公佈匯率的雙重匯率制度有利於達到鼓

⁶¹ 程傳閣、肖衛國、李惠群，〈人民幣匯率制度改革回顧與展望〉，《經濟評論》（武漢），1994 年第 6 期（1994 年 12 月），頁 42-44。

⁶² Nicholas R. Lardy, *Foreign Trade and Economic Reform in China, 1978-1990* (New York: Cambridge University Press, 1992), p.24. Toshiki Kanamori and Zhijun Zhao, "The Renminbi Exchange Rate Revaluation: Theory, Practice and Lessons from Japan," Asian Development Bank, <http://www.adbi.org/book/2006/05/16/1819.renminbi.exchange.rate/>, accessed on October 24, 2007.

⁶³ 林毅夫、蔡昉、李周，《中國經濟改革與發展》（台北：聯經，2000），頁 27-65。

⁶⁴ 王偉旭、曾秋根，《人民幣匯率挑戰與變革選擇》（北京：光明日報出版社，2004），頁 1。吳念魯、陳全庚，《人民幣匯率研究》（北京：中國金融出版社，1992），頁 14-16。

⁶⁵ 趙登峰，《人民幣市場均衡匯率與實際均衡匯率研究》（北京：社會科學文獻出版社，2005），頁 59。

勵促進出口與限制進口的目的，但是匯率雙軌制卻也同時衍生出許多問題，⁶⁶再加上國際市場美元匯率的持續走貶，中國逐步調整官方匯率，到 1984 年底，對外公布的官方匯率已接近用於貿易內部結算的匯率值，故於 1985 年 1 月 1 日起，中國政府正式取消內部結算價，重新實行單一匯率，匯率訂為 1 美元兌 2.80 人民幣。⁶⁷

然而，1985 年至 1987 年間，中國政府為因應實行單一匯率而衍生出的中國企業之外貿虧損問題，遂自 1988 年起中國於各地廣設外匯調劑中心，放開外匯調劑市場匯率，同時擴大外貿企業的外匯留成比例，增加外匯調劑量，通過外匯調劑來彌補外貿虧損，因而再度形成官方匯率與外匯調劑市場匯率並存的雙重匯率制度；⁶⁸其中，1988 年至 1993 年的人民幣實質匯率是依據外匯留成比例加權計算的官方匯率與調劑匯率的平均數。⁶⁹

三、管理浮動匯率時期

至 1990 年代初期，為落實中國共產黨第十四次全國代表大會所提出的經濟體制改革的任務—加快改革開放與社會主義現代化的建設步伐，⁷⁰中國政府遂決定自 1994 年 1 月 1 日將人民幣官方匯率與外匯調劑市場匯率予以合併，取而代之的是「以市場供求為基礎的有管理的浮動匯率制度」。而合併後的匯率乃依據上海中國外匯交易中心人民幣兌美元、日圓與港幣匯率進行加權平均計算所得匯率做為基準匯率，並限制每日的匯率僅能在正負 3‰內浮動。⁷¹

⁶⁶ 例如：此種制度使中國進口成本增加，再加上中國國內物價上漲，但內部結算價卻無及時調整，使得外貿虧損擴大，財政補貼增加。同時，該制度對於國營外貿企業而言，並無使其成為真正自負盈虧的企業實體，故對其出口創匯並無明顯助益。另外，這制度也被認為是不公平貿易的表現，是一種變相出口補貼，加大中國對外貿易糾紛的發生頻率。趙文志，〈政治因素對於匯率變動的影響〉，政治大學中山人文社會科學研究所博士論文，手稿。

⁶⁷ 周濟、彭素玲、蔡慧美，〈中國大陸匯率動向對台灣經濟之影響〉，經濟部研究發展委員會，<http://www.moea.gov.tw/~ecobook/books/950210/950210-3.pdf>，2007 年 10 月 24 日下載。

⁶⁸ 早在 1979 年，中國國務院就決定實行外匯留成制度，以作為促進國有外貿企業積極創匯的配套措施。這一制度適當留給創匯單位的地方政府、主管部門與企業一定比例的外匯。1980 年中國再頒佈《調劑外匯暫行辦法》，規定中國銀行於 12 個城市開辦外匯調劑業務，並允許持有留成外匯的單位可將剩餘外匯額度通過外匯調劑市場轉讓予缺匯單位，藉此來彌補國家計畫配給外匯的不足。Ronald I. McKinnon, "Gradual Versus Rapid Liberalization in Socialist Foreign Trade," in Pradumna B. Rana and Naves Hamid eds., *From Centrally Planned to Market Economies: The Asian Approach* (New York: Published for the Asian Development Bank by Oxford University Press, 1995), p.108. 金中夏，〈論中國實際匯率管理改革〉，《經濟研究》（北京），1995 年第 3 期（1995 年 3 月），頁 63-71。

⁶⁹ 秦培景，〈人民幣匯率研究：文獻綜述〉，中國金融學術研究網，www.cfrn.com.cn/paper/download.php?filename=20030812402.pdf&PHPSESSID=3384af31a9011019497f5c05cb005ee9，2007 年 10 月 24 日下載。

⁷⁰ 中國共產黨中央委員會，〈中共中央關於建立社會主義市場經濟體制若干問題的決定〉，中國網，1993 年 11 月 14 日，<http://www.china.org.cn/chinese/archive/131747.htm>。

⁷¹ Min Zhao, "External Liberalization and the Evolution of China Exchange System: An Empirical Approach," The World Bank, http://siteresources.worldbank.org/INTCHIINDGLOECO/Resources/external_liberalization_and_exchange_control.pdf/, accessed on October 24, 2007. 王元龍，

但是，自 1997 年 7 月亞洲金融危機（Asian Financial Crisis）爆發後，人民幣兌美元的浮動區間明顯收窄至正負 1‰之範圍內，維持實質固定匯率制度。然而，從 2002 年後國際社會開始普遍質疑人民幣匯率被嚴重低估。（下一節進一步說明）因此中國人民銀行於 2005 年 7 月 21 日宣布上調其匯率 2.1% 至 8.11 人民幣/美元，且不再盯住單一美元，而改參考一籃子貨幣匯率變動，同時人民幣兌美元的浮動區間回復到正負 3‰，於 2007 年 5 月 21 日再擴大為正負 5‰。另外，人民幣兌非美元的浮動區間也於 2005 年 9 月 23 日由原先的正負 1.5‰擴大為正負 3‰。

表 3-1：中國匯率制度沿革（1949-2007）

匯率制度	實施時間	人民幣匯率形成機制
管理浮動匯率	1949/10 至 1953/2	依據人民幣兌美元的出口商品價格、進口商品價格與華僑日用品消費價格三者的綜合加權平均數以確定人民幣匯率水準。
固定匯率	1953/3 至 1971/11	為參照各國所公布的匯率值再加以刻意提高，且基本維持在 2.4618 人民幣/美元。
管理浮動匯率	1971/12 至 1980	參照包括美元、日圓、英鎊、西德馬克與瑞士法郎在內的一籃子貨幣作為人民幣匯率的計價原則。
匯率雙軌制	1981 至 1984	貿易內部結算與對外公布官方匯率的雙重匯率制度：以出口商品平均換匯成本加 10% 利潤計算，即 2.807 人民幣/美元的匯率，用於進出口貿易的結算；而非貿易收支則以官方公布的 1.53 元人民幣/美元進行結算。
	1985 至 1987	中國政府曾短暫實行單一匯率制度。
	1988 至 1993	官方匯率與市場匯率並存的雙重匯率制度：這一時期的人民幣實質匯率是依據外匯留成比例加權計算的官方匯率與調劑匯率的平均數。
管理浮動匯率	1994 至 2005/7/20	乃依據上海中國外匯交易中心人民幣兌美元、日圓與港幣匯率進行加權平均計算所得匯率做為基準匯率，並限制匯率浮動範圍為基準匯率上下 0.3%。
	2005/7/21 迄今	<p>2005 年 7 月 21 日</p> <ul style="list-style-type: none"> ※ 開始實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。人民幣匯率不再盯住單一美元。 ※ 2005 年 7 月 21 日 19:00 時，美元對人民幣交易價格調整為 1 美元兌 8.11 元人民幣。 ※ 每日銀行間外匯市場美元對人民幣的交易價仍在人民銀行公佈的美元交易中間價上下千分之三的幅度內浮動，非美元貨幣對人民幣的交易價在人民銀行公佈的該貨幣交易中間價上下一定幅度內浮動。 <p>2005 年 9 月 23 日</p> <ul style="list-style-type: none"> ※ 每日銀行間即期外匯市場非美元貨幣對人民幣的交易價在中國人民銀行公佈的該貨幣當日交易中間價上下 3% 的幅度內浮動。 <p>2007 年 5 月 21 日</p> <ul style="list-style-type: none"> ※ 中國人民銀行進一步擴大人民幣兌美元的浮動區間，由原先的正負 3‰擴大為正負 5‰。

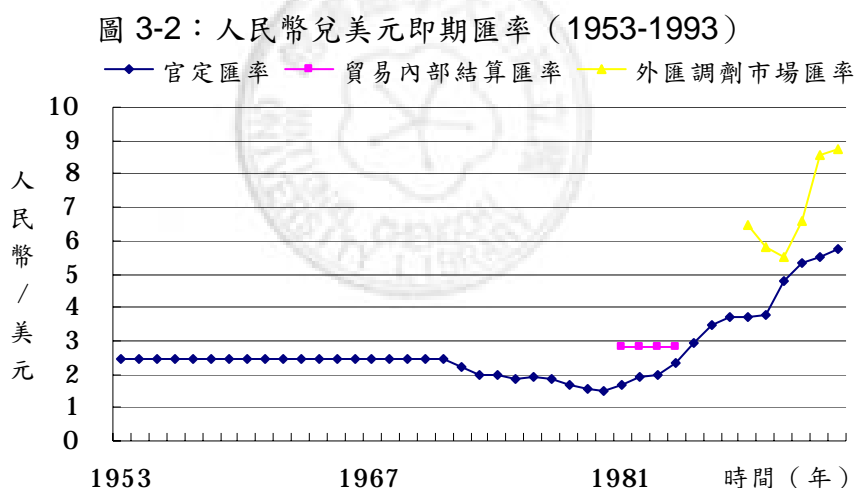
資料來源：本研究自行整理。

第三節 人民幣匯率走勢

目前中國政府仍對人民幣匯率浮動區間實行嚴格的調控，也就是說，人民幣匯率水準仍無法完全由市場所決定，這容易引致人民幣匯率失衡的問題。為此，本研究分別檢視 1953 年 3 月至 2007 年 9 月人民幣即期匯率暨實質有效匯率的走勢以及人民幣匯率失衡的程度。

一、1953 年至 1993 年間人民幣兌美元即期匯率的走勢

從 1953 年 3 月至 1971 年 11 月近 20 年的時間內，人民幣兌美元匯率基本保持在 2.4618 人民幣/美元的水準。嗣後，人民幣匯率開始走強，從 1972 年的 2.225 人民幣/美元逐步升值到 1980 年的 1.498 人民幣/美元。不過，自 1981 年起，人民幣匯率則呈現持續貶值的狀態；其中，人民幣官方匯率從 1981 年的 1.705 人民幣/美元貶值到 1993 年的 5.762 人民幣/美元，總計在這 14 年的時間中，人民幣兌美元的即期匯率共貶值 237.9%。（見圖 3-2）



資料來源：International Monetary Fund, *International Financial Statistics Yearbook* (Washington, DC.: IMF, 1995), pp.292-293. 趙文志，〈政治因素對於匯率變動的影響〉，政治大學中山人文社會科學研究所博士論文，手稿。

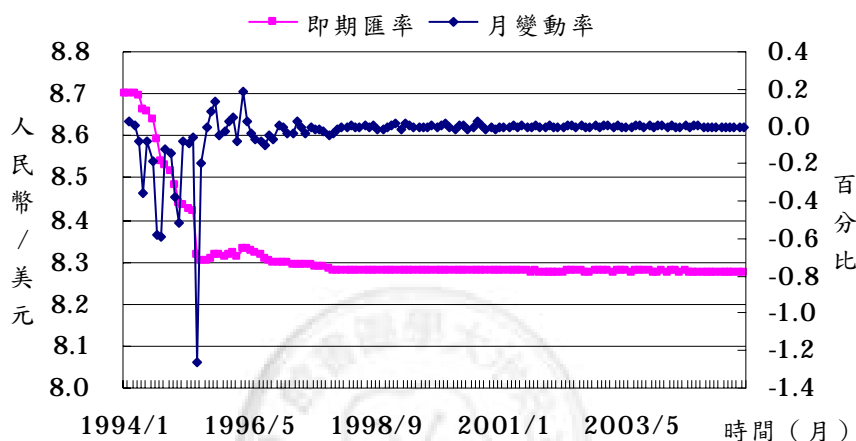
二、1994 年至 2005 年 6 月人民幣兌美元即期匯率走勢

人民幣兌美元即期匯率由 1993 年 12 月 31 日的 5.80 人民幣/美元調降至 1994 年 1 月 1 日的 8.70 人民幣/美元後，人民幣匯率便結束長達 14 年的貶值過程，開始逐步升值。至 1994 年年底，人民幣兌美元的即期匯率已達到 8.4849 人民幣/美元，較 1994 年年初升值 2.5%。到了 1995 年年底，人民幣兌美元的即期匯率再攀高到 8.3156 人民幣/美元，一年之間共升值 3.1%。不過，從 1996

年開始，人民幣兌美元即期匯率的升值速度漸次放緩，由 1996 年一整年的 0.4% 降到 1997 年一整年的 0.3%。

特別是，自 1997 年 7 月亞洲金融危機爆發後，人民幣兌美元的即期匯率更趨趨固定，大約維持在 8.28 人民幣/美元的水準，僅允許人民幣匯率在限制範圍內小幅波動，亦即以 1 美元兌 8.2770 人民幣為中心，上下震盪幅度不超過 1%。（見圖 3-3）因此，就本質而言，自 1997 年 7 月以後，人民幣匯率制度已是盯住美元的實質固定匯率制度。

圖 3-3：人民幣兌美元即期匯率（1994/1-2005/6）



資料來源：中國國家外匯管理局，<http://www.safe.gov.cn/>，2007 年 10 月 22 日下載。

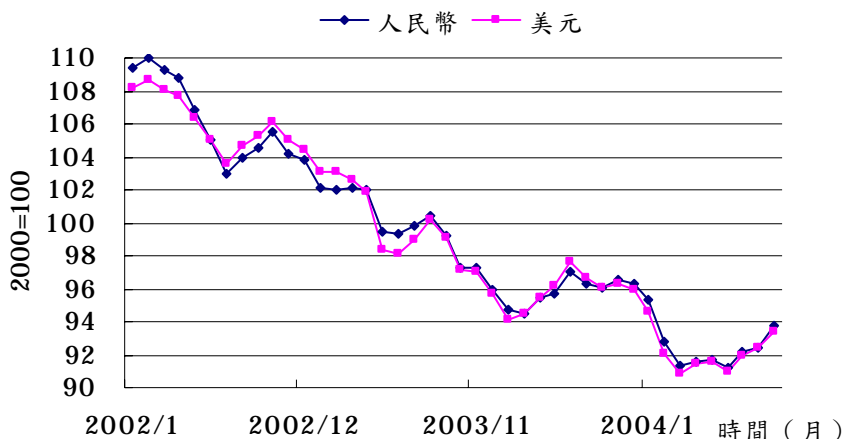
三、2002 年至 2005 年間人民幣有效匯率走勢

但值得注意的是，從 2002 年年初開始，美元對世界主要貨幣大幅度貶值。⁷²例如，美元名目有效匯率（nominal effective exchange rate）由 2002 年 1 月的 108.20 下降到 2005 年 6 月的 93.37，跌幅為 13.7%。且由於人民幣兌美元匯率維持固定，因此人民幣名目有效匯率也連帶貶值相同幅度。（見圖 3-4）

另外，扣除通貨膨脹差異的人民幣實質有效匯率（real effective exchange rate）則由 2002 年 1 月的 105.53 下降至 2005 年 6 月的 89.21，大幅貶值 15.5%，較同期美元實質有效匯率的貶值幅度多增加 2.7 個百分點。（見圖 3-5）這顯示人民幣匯率對世界主要貨幣的實質貶值幅度更大於美國。

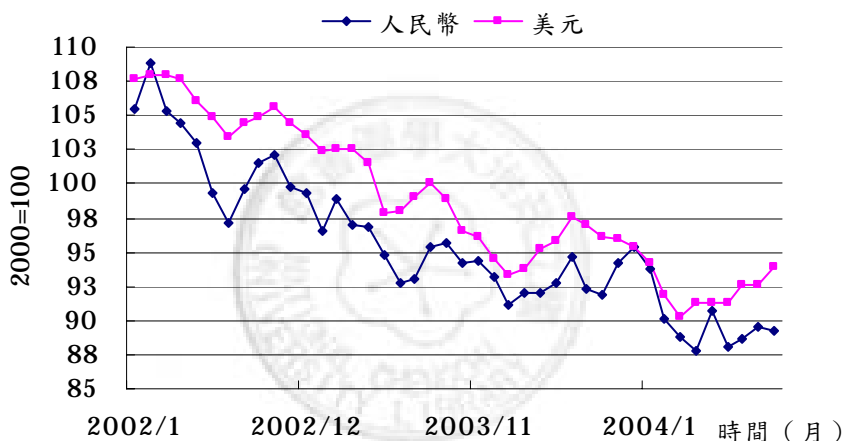
⁷² Chen-yuan Tung and Sam Baker, "RMB Revaluation will Serve China's Self-interest," *China Economic Review*, Vol. 15, No. 3 (June 2004), p. 331. Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," pp. 79-114.

圖 3-4：人民幣與美元名目有效匯率（2002/1-2005/6）



資料來源：國際清算銀行，<http://www.bis.org/>，2007年10月22日下載。

圖 3-5：人民幣與美元實質有效匯率（2002/1-2005/6）



資料來源：國際清算銀行，<http://www.bis.org/>，2007年10月22日下載。

四、截至 2005 年 6 月末的人民幣實質匯率估計

因為中國匯率政策採取長期盯住美元的結果，業已造成人民幣名目匯率的大幅貶值。事實上，人民幣名目匯率的持續貶值這明顯與中國經濟快速成長的趨勢嚴重背離，由此可能促使人民幣名目匯率加速偏離其應有的基礎均衡匯率水準，加劇人民幣匯率失衡的程度。根據多位中國境內的經濟學者的估計，自 2002 年起，人民幣名目匯率即明顯地呈現出被低估的狀態；其中，2002 年人民幣被低估的幅度就超過 10% 以上，至 2005 年 6 月更一度逼近 20%。(見表 3-2)

但值得注意的是，更多的國外經濟研究顯示，人民幣匯率被低估的情形比中國的經濟學者之估計還要來的嚴重許多。例如，Chen-yuan Tung 在檢視衡量人民幣均衡匯率相關文獻後，發現截至 2003 年 9 月底，人民幣匯率大約被低估 15% 至 25% 左右；到了 2004 年 6 月，人民幣匯率被低估幅度則進一步擴大為 15

%至30%；從2003年9月到2004年6月短短九個月的時間內人民幣匯率被低估的程度就擴大約5個百分點左右。Steven Dunaway與Xiang-ming Li甚至強調，在2002年至2004年這段期間內人民幣匯率被低估的情況一度逼近50%左右。⁷³

表 3-2：人民幣匯率失衡程度的估計（2000-2005/6）

本研究	研究結論
Gene Hsin Chang Qin Shao	人民幣匯率從1987年以降就呈現被低估的情況，儘管這種情況自1994年後有略微改善的趨勢。但是，從1998年起，人民幣被低估的情形又開始逐漸擴大，特別是，從2001年起，人民幣被低估的幅度平均皆在20%以上。
竇祥勝 楊焯	人民幣匯率高估與低估呈現交互出現的狀態，並且高估與低估的年份大致相當；其中，2000年以降，人民幣匯率平均低估2.69%。
秦宛順 靳雲匯 卜永祥	人民幣匯率在1998年以前大部分是呈現高估的狀態，但從1998年9月至2000年12月，則轉為低估，且從2002年開始低估程度就超過4%。
施建淮 余海豐	1992年6月至1994年12月為人民幣匯率低估時期；1995年3月至1999年6月為人民幣匯率高估時期；而從1999年9月開始人民幣匯率重新轉為低估，且從2002年開始低估幅度就超過10%以上，且有進一步擴大的趨勢。
黃薇	1997年至1998年為人民幣匯率高估時期，1999年以後人民幣匯率轉為明顯的低估；其中，2002年人民幣匯率低估程度高達15.9%，且低估程度有進一步擴大的趨勢。
冉茂盛 陳健 黃凌雲 黃萍	1995年12月至1998年9月以及2000年12月至2002年3月，人民幣匯率表現為高估。而1994年3月至1995年9月、1998年12月至2000年9月、以及2002年6月以後，人民幣匯率表現為低估，且從2003年開始低估幅度就超過10%以上，且有進一步擴大的趨勢。
王琛	1984年3月至1991年3月、1996年3月至2002年9月人民幣匯率存在高估狀態。而1991年12月至1996年3月、2002年12月迄今，人民幣匯率則呈現低估；且低估程度於2005年6月一度接近20%。

資料來源：竇祥勝、楊焯，〈人民幣均衡匯率的估計與評價〉，《數理統計與管理》（北京），第24卷第2期（2005年3月），頁29-34。秦宛順、靳雲匯、卜永祥，〈人民幣匯率水平的合理性〉，《數量經濟與技術經濟研究》（北京），2004年第7期（2004年7月），頁26-30。施建淮、余海豐，〈人民幣均衡匯率與匯率失調：1991-2004〉，《經濟研究》（北京），2005年第4期（2005年4月），頁34-45。黃薇，〈人民幣匯率制度：

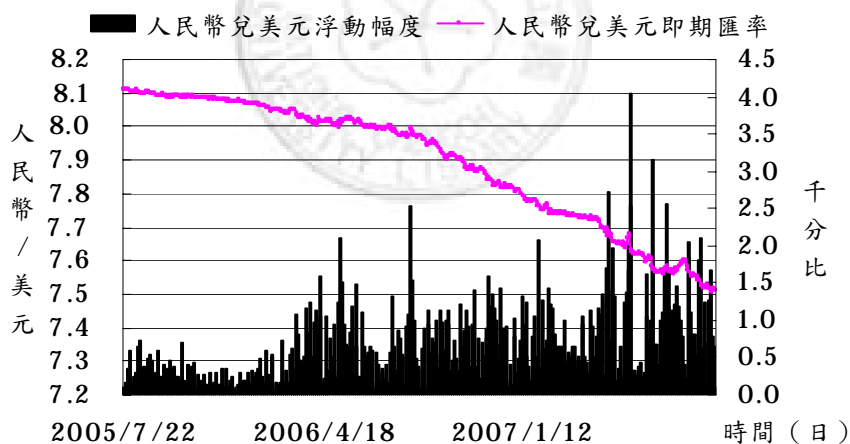
⁷³ Steven Dunaway and Xiang-ming Li, "Estimating China's 'Equilibrium' Real Exchange Rate," *IMF Working Papers*, No. WP/05/202 (October 2005), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05202.pdf>, accessed on October 24, 2007. Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," pp. 79-114. 童振源，〈中國匯率政策的兩難：實質固定匯率或貨幣政策自主〉，童振源主編，《人民幣匯率：經濟與戰略分析》（台北：兩岸交流遠景基金會，2004），頁43-67。

現狀、近期選擇與改革操作》，《當代經濟科學》（西安），第 27 卷第 3 期（2005 年 5 月），頁 9-13。冉茂盛、陳健、黃凌雲、黃萍，〈人民幣匯率實際失調程度研究〉，《數量經濟與技術經濟研究》（北京），2005 年第 11 期（2005 年 11 月），頁 45-50。王琛，〈基於 BEER 模型的人民幣均衡匯率研究〉，中央財經大學學報（北京），2006 年第 10 期（2006 年 10 月），頁 49-54。Gene Hsin Chang and Qin Shao, "How Much is the Chinese Currency Undervalued? A Quantitative Estimation," *China Economic Review*, Vol. 15, No. 3 (June 2004), pp. 366-371.

五、2005 年 7 月人民幣匯率改革後的實質匯率再估計

為減緩從 2002 年後國際輿論對人民幣匯率被嚴重低估的質疑，中國人民銀行決定自 2005 年 7 月 21 日上調人民幣匯率 2.1%，從 8.2765 人民幣/美元升值至 8.11 人民幣/美元。至 2007 年 9 月末，人民幣兌美元匯率為 7.5108 人民幣/美元，較 2005 年 6 月底（8.2765 人民幣/美元）累計升值 9.3%。不過，從 2005 年 7 月 22 日至 2007 年 9 月 28 日，共 534 日的期間內，人民幣兌美元的浮動幅度超過 3‰ 以上的僅有 2 日、在 1‰ 至 3‰ 範圍內的有 81 日、其餘 451 日的浮動幅度皆不超過 1‰，平均人民幣兌美元的浮動幅度僅為 0.5‰。（見圖 3-6）

圖 3-6：匯率改革後的人民幣匯率走勢（2005/7/22-2007/9/28）



註：浮動幅度表人民幣兌美元匯率的變動率，且以絕對值示之。

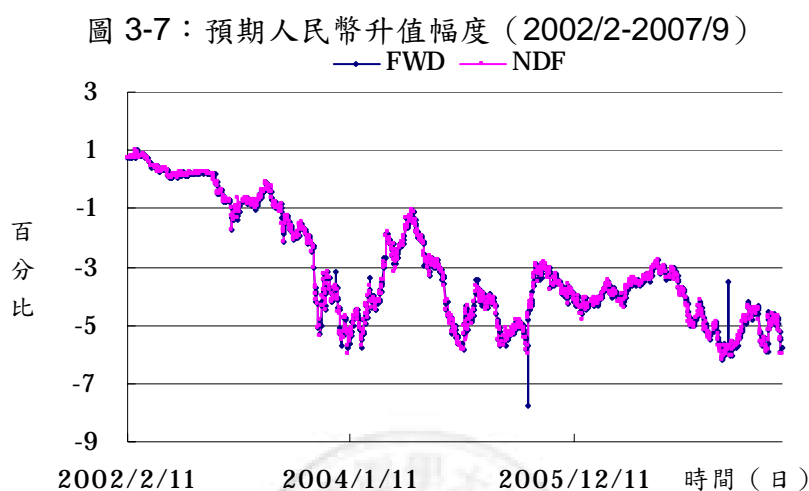
資料來源：中國國家外匯管理總局，<http://www.safe.gov.cn/>，2007 年 11 月 25 日下載。

然而，人民幣匯率升值速度的過於緩慢可能是無法有效解決人民幣匯率被嚴重低估的問題。例如，Goldman Sachs 便估計，截至 2006 年 3 月末，人民幣兌美元匯率至少仍被低估 13.5% 以上。⁷⁴更嚴重的是，人民幣匯率的持續被低估在很大程度上還可能促使外匯市場對人民幣升值預期幅度的不斷擴大。⁷⁵例如，

⁷⁴ Hong Liang, Helen Qiao, Yu Song, and Eva Yi, *China Economic Quarterly*, No. 06/01 (1st Quarter 2006), http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/cqu_feb06_cn.pdf, accessed on October 24, 2007.

⁷⁵ 因為只要人民幣的即期匯率水準無法滿足外匯市場中所有交易者的預期心理時，則人民幣遠

從 2005 年 8 月到 2007 年 9 月，人民幣兌美元的即期匯率平均維持在 7.8892 人民幣/美元，人民幣兌美元的一年期遠期匯率（forward, FWD）平均為 7.5581 人民幣/美元，預期一年之內升值 4.2%；與此同時，人民幣兌美元的一年期無本金交割遠期匯率（non-deliverable forward, NDF）平均為 7.5574 人民幣/美元，預期一年內升值 4.2%，人民幣匯率的預期升值幅度還比 2002 年 11 月至 2005 年 7 月的平均要高出 1.2 個百分點。（見圖 3-7）



資料來源：DataStream，<http://www.datastream.net/>，2007 年 10 月 22 日下載。

期匯率就將持續不斷升值。但值得注意的是，人民幣遠期匯率與即期匯率的差距並不同於人民幣匯率失衡的程度，其主要肇因於遠期匯率內含有〈自我實現式的預言〉，因而人民幣遠期匯率與即期匯率的差距僅多能作為一項觀測指標而已。Chen-yuan Tung, “The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution,” pp. 79-114.

第四節 中國國際收支變化

由於人民幣匯率採取盯住美元的策略，再加上自 2002 年開始美元對主要貨幣的大幅度貶值，確實已造成人民幣匯率嚴重被低估。特別是，2005 年 7 月 21 日啟動的人民幣匯率改革，迄今也無法有效改善此一問題。為此，本研究進一步分析人民幣匯率的實質貶值對其國際收支的影響。

一、中國經常帳順差快速增加

根據馬婁條件可知，在進出口商品的需求彈性之總和大於一的前提下，則一國貨幣貶值可以改善該國的對外貿易情況。據此，王春平、劉偉哲、馬丹與許少強研究發現人民幣實際有效匯率每下降 1 個百分點，將促使中國的出口貿易額與貿易順差分別提高 0.429 個百分點 1.481 個百分點。⁷⁶

是以，中國經常帳順差便隨著人民幣匯率的低估而快速增加，從 2002 年的 354 億美元一路攀升至 2004 年的 687 億美元。即使中國政府從 2005 年 7 月開始開寬人民幣匯率的浮動區間，但因為人民幣匯率升值速度的過於緩慢仍無法有效解決人民幣匯率被嚴重低估的問題，以致中國經常帳順差依舊從 2005 年全年的 1,068 億美元持續擴大到 2006 年的 2,499 億美元。到了 2007 年上半年，中國經常帳順差則又比 2006 年同期成長 77.8 個百分點至 1,629 億美元。

二、國際熱錢持續湧入中國

但值得注意的是，中國鉅額的經常帳順差中還可能夾帶為數不少的國際熱錢。這些國際熱錢通過浮報出口的方式進入中國，藉以炒作人民幣匯率來賺取匯差。不過，國際熱錢係屬具有高度流動性的國際資本，從而不易精準衡量。為此，John Cuddington 建議可從誤差與遺漏項來觀察未列入國際收支平衡表中的經常帳與資本帳項目之短期流動資本。⁷⁷

由此觀之，中國國際收支平衡表中的誤差與遺漏項金額從 2002 年的 78 億美元增加到 2003 年的 184 億美元，再增加到 2004 年的 271 億美元，三年之間共增加 533 億美元。儘管 2005 年中國誤差與遺漏項金額可能受到中國政府毫無預警地進行人民幣匯率改革的影響，突然大幅銳減至負 168 億美元。⁷⁸但同樣因

⁷⁶ 王春平、劉偉哲，〈人民幣實際有效匯率變動對中國出口貿易的影響〉，《價格月刊》（北京），2007 年第 3 期（2007 年 3 月），頁 59-61。馬丹、許少強，〈中國貿易收支、貿易結構與人民幣實際有效匯率〉，《數量經濟技術經濟研究》（北京），2005 年第 6 期（2005 年 6 月），頁 23-42。

⁷⁷ John T. Cuddington, "Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanation," pp. 1-44.

⁷⁸ 夏斌、陳道富，〈資本過剩下的全球虛像 貨幣性因素炒高人民幣〉，《21 世紀經濟報導》（廣

為人民幣匯率升值速度的過於緩慢而無法有效解決人民幣匯率被嚴重低估的情形，以致 2006 年中國國際收支平衡表中的誤差與遺漏項金額則又漸趨回升至負 129 億美元，到了 2007 年上半年再度攀升至 131 億美元。

三、中國資本帳順差穩定成長

特別是，進入中國的熱錢很大部分可能是中國人自己匯入，是過去資本外逃的資金回流，這些投機客不僅預期人民幣升值可以套匯獲利，更將大量資金投入經濟過熱產業投機。從中國國際收支平衡表中資本帳項下的其他投資所呈現出的極不穩定狀態約略可證實上述論點。例如，2002 年、2003 年與 2005 年三年中國的其他投資金額大約維持在負 47 億美元左右的規模。但是，僅 2004 年一年，中國的其他投資金額卻暴增為 379 億美元，而 2006 年也有 133 億美元的淨流入，2007 年上半年更竄升至 426 億美元，這是前所未有的。此顯示即便中國政府至今仍嚴格管制資本帳，純外資很難大規模地合法進出中國資本市場，但中國政府卻很難阻絕這部分的投機資金。⁷⁹

另外，中國國際收支平衡表中資本帳項下的直接投資 2002 年至 2007 年上半年平均保持在 544 億美元左右的規模持續淨流入中國。⁸⁰中國的資本帳順差從 2002 年的 323 億美元增加至 2004 年的 1,107 億美元。雖然 2005 年與 2006 年的中國資本帳順差大幅縮減，但仍保持在 630 億美元與 100 億美元的規模，2007 年上半年則又再度大幅度增加到 902 億美元。

四、中國國際收支失衡持續擴大

承前所述，人民幣匯率的低估業已造成中國經常帳順差的持續擴大，更導致更多的國際熱錢持續湧入中國，再加上中國資本帳順差也不斷擴張，從而加劇中國國際收支的失衡狀態。2002 年中國的經常帳、資本帳、誤差與遺漏項分別為 354 億美元、323 億美元與 78 億美元，三者合計為 755 億美元，亦即國際收支總順差為 755 億美元，這幾乎是 2001 年的一倍。此後，中國國際收支總順差持續不斷的擴張，至 2004 年更突破 2,000 億美元，達 2,065 億美元。特別是，2005 年人民幣匯率改革也無法阻卻中國國際收支總順差的節節攀升，從 2005 的 1,530

州)，2005 年 12 月 14 日，<http://tb.donews.net/TrackBack.aspx?PostId=657905/>。

⁷⁹ Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," pp. 79-114.

⁸⁰ FDI 持續流入中國的部分原因可能是受到人民幣幣值相對穩的的影響。例如，張誼浩、戴金平與王曉天等人便指出人民幣匯率波動與 FDI 間具有長期的穩定關係；其中，人民幣波動幅度每增加 1 個百分點，則 FDI 則相應減少 0.680 個百分點。張誼浩，〈現行人民幣匯率有利於引進外商直接投資〉，《財經科學》（成都），2003 年第 6 期（2003 年 12 月），頁 51-60。戴金平、王曉天，〈中國的貿易、境外直接投資與實際匯率的動態關係分析〉，《數量經濟與技術經濟研究》（北京），2005 年第 11 期（2005 年 11 月），頁 34-44。

億美元大幅增加至 2006 年的 2,470 億美元。更甚者，僅 2007 年上半年短短六個月的時間，中國國際收支總順差竟急遽飆高到 2,662 億美元，這相當於 2001 年上半年 156 億美元的 5.6 倍。(見表 3-3)

表 3-3：中國國際收支 (2001-2007/H1)

單位：億美元

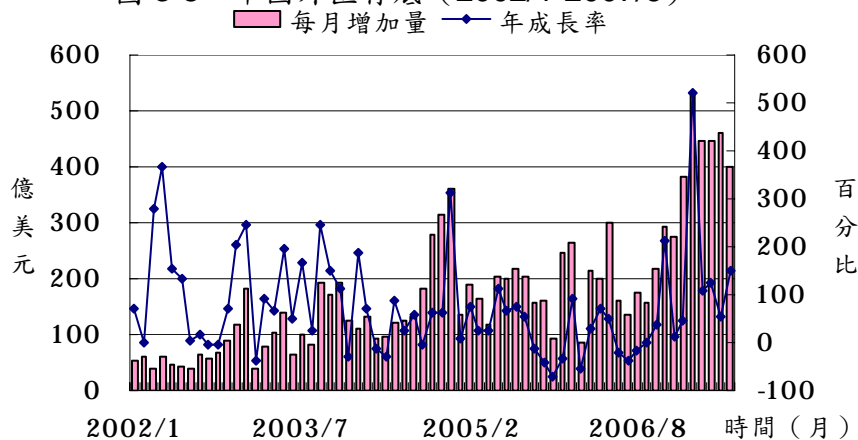
項目類別	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007/H1
經常帳	174	354	459	687	1,068	2,499	1,629
誤差與遺漏項	-49	78	184	271	-168	-129	131
資本帳	348	323	527	1,107	630	100	902
直接投資	374	468	472	531	678	603	509
其他投資	169	-41	-59	379	-40	133	426
國際收支總順差	473	755	1,170	2,065	1,530	2,470	2,662

資料來源：中國國家外匯管理局，<http://www.safe.gov.cn/>，2008 年 1 月 4 日下載。

五、中國外匯存底急遽膨脹

在目前中國現行的外匯管理體制下，中國貨幣當局必須收購所有的國際收支順差。例如，從 2002 年 1 月至 2007 年上半年，中國國際收支總順差與其外匯存底的相關係數就高達 100%。因此，中國的外匯存底隨著中國國際收支順差的不斷擴大而急遽膨脹。2002 年中國外匯存底新增加量為 742 億美元，到了 2003 年便突破千億美元，達到 1,168 億美元，2004 年在成長近一倍左右至 2,067 億美元。特別是，僅 2007 年上半年短短六個月的時間，中國外匯存底又增加了 2,663 億美元，平均每個月以 444 億美元的驚人數量持續增加。(見圖 3-8)

圖 3-8：中國外匯存底 (2002/1-2007/6)

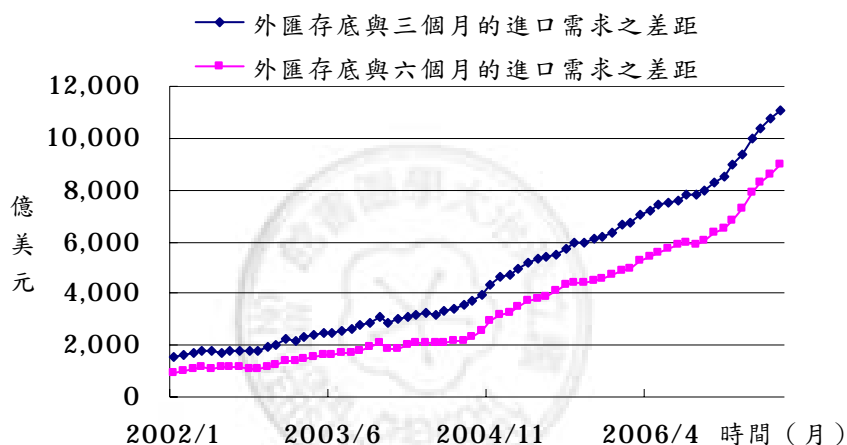


資料來源：中國國家外匯管理總局，<http://www.safe.gov.cn/>，2007 年 11 月 25 日下載。

值得一提的是，外匯存底與一國經濟發展並非完全呈同步變動，因為一國貨

幣當局在收購每一單位的外匯存底的同時，也必須投放等額的基礎貨幣，而過多的貨幣發行則可能衍生出通貨膨脹的問題。因此，R. Triffin 建議外匯存底的合理數額應等於三個月到六個月的進口需求。⁸¹以此觀之，2001 年 1 月中國外匯存底為 2,174 億美元，2000 年 10-12 月與 7-12 月進口總額分別為 621 億美元與 1,271 億美元，中國外匯存底與其三個月、六個月的進口總額之差距分別為 1,553 億美元與 903 億美元。至 2007 年 6 月，中國外匯存底與其三個月的進口總額之差距進一步擴大到 11,039 億美元，即便是中國外匯存底與其六個月的進口總額之差距也仍高達 9,017 億美元。（見圖 3-9）這顯示中國急遽增加的國際收支順差不僅造成其外匯存底的急速膨脹，同時還構成中國貨幣當局對於外匯管理的龐大壓力。

圖 3-9：中國外匯存底與其三個月、六個月的進口總額之差距
(2002/1-2007/6)



資料來源：中國國家外匯管理總局，<http://www.safe.gov.cn/>，2007 年 11 月 25 日下載。

⁸¹ Robert Triffin, "National Central Banking and the International Economy," *The Review of Economic Studies*, Vol. 14, No. 2 (1946 - 1947), pp. 53-75.

第五節 小結

從 1949 年 10 月起人民幣匯率體制歷經數次變遷，至 1997 年 7 月亞洲金融危機爆發後，人民幣匯率則轉趨固定，大約維持在 8.28 人民幣/美元的水準，僅允許人民幣匯率在限制範圍內小幅波動，亦即以 1 美元兌 8.2770 人民幣為中心，上下震盪幅度不超過 1‰，成為盯住美元的實質固定匯率制度。

不過，自 2002 年年初，美元對主要貨幣開始大幅度貶值，且由於人民幣兌美元匯率維持固定，因此人民幣名目有效匯率也連帶貶值相同幅度。根據 Chen-yuan Tung 在檢視衡量人民幣均衡匯率相關文獻後，發現從 2003 年 9 月至 2004 年 6 月短短九個月的時間，人民幣匯率被低估幅度就擴大了 5% 左右；到了 2005 年 6 月末，Gene Hsin Chang、Qin Shao 與王琛等估計人民幣匯率至少被低估 20% 以上。即便歷經 2005 年 7 月 21 日的人民幣匯率改革，至 2006 年 3 月末，Goldman Sachs 認為人民幣兌美元匯率仍被低估 13.5% 以上。另外，從 2005 年 8 月到 2007 年 9 月間預期人民幣升值的幅度也比匯率改革前的 2002 年 11 月至 2005 年 7 月還要高出 1.2 個百分點。

根據多項實證研究可知，一國貨幣的實質貶值可以促使該國貿易順差的擴張。另外，國際熱錢也將趁機湧入藉以套取利差，甚至將大量資金投入經濟過熱產業投機，進而衝高一國國際收支平衡表中的資本帳以及誤差遺漏項。同時，部分企業為了匯入資金以投資投機性資產也會通過浮報出口的方式再進一步擴大該國經常帳的順差。受此影響，人民幣匯率的嚴重被低估業已造成中國國際收支順差從 2002 年的 755 億美元急遽暴增為 2007 年上半年的 2,662 億美元，中國國際收支失衡的問題正持續惡化當中。

值得一提的是，在目前中國現行的外匯管理體制下，中國貨幣當局必須收購所有的國際收支順差。因此，中國的外匯存底隨著中國國際收支順差的不斷擴大而急遽膨脹，從 2002 年 1 月的 2,174 億美元快速擴張到 2007 年上半年的 13,326 億美元。更嚴重的是，這快速增加外匯存底業已超過中國經濟總體需求。例如，中國外匯存底與其三個月、六個月的進口總額之差距從 2002 年 1 月的 1,553 億美元與 903 億美元迅速擴增至 2007 年 6 月的 11,039 億美元與 9,017 億美元。就經濟理論而言，中國貨幣當局在每收購每一單位的外匯存底的同時，也必須投放等額的基礎貨幣。所以中國快速增加的龐大外匯存底是否業已影響到人民銀行貨幣發行的自主性？本研究將在下一章針對此一問題進一步探討。