

## 第一章 緒論

「有些人強烈要求人民幣升值，但並沒有完全弄懂人民幣升值以後會出現的問題。我可以告訴大家，這工作我們正在進行，何時出台、採取什麼方案，這可能是一個出其不意的事情。」

—溫家寶，2005 年 03 月 14 日。

「人民幣匯率改革必須堅持主動性、可控性和漸進性三個原則，中國將以負責任的態度和做法推進改革。」

—溫家寶，2005 年 06 月 26 日。

### 第一節 研究動機與目的

自從 1973 年布列頓森林體系(Bretton Woods System)瓦解以來，國際貨幣體系(international monetary system)便呈現出不穩定的狀態。一方面，採取自由浮動匯率政策的國家面臨匯率波動的痛苦；另一方面，採取傳統釘住匯率政策的國家則面臨貨幣危機的煎熬。到底一國應該選擇何種匯率政策才能既兼顧經濟成長，又可避免物價膨脹，成為 1970 年代以來爭論不休的政策抉擇問題。尤其在 1997 年亞洲金融危機爆發以後，各國匯率政策的選擇又引起了國際社會的廣泛關注。在金融全球化時代，一國匯率政策的選擇不僅會影響其國內金融安全，也關係到國際金融體系的穩定。在 21 世紀的第一年，中國正式加入世界貿易組織，這標誌著中國經濟將進一步融入世界經濟，同時也意味著中國經濟發展將面臨一個更為複雜的外部環境。這些因素使得人民幣匯率成為長期影響中國經濟的重要變數，如何選擇適當的、符合中國現實的人民幣匯率政策，成為中國貨幣當局的重要課題。有鑑於此，研究人民幣匯率政策的趨勢與走向，便具有相當重要的現實意義。

在 1997 年 7 月亞洲金融危機爆發後，中國會否讓人民幣貶值的問題受到國際社會的關注；而從 2002 年 12 月日本與美國相繼促升人民幣以來，中國會否讓人民幣升值的問題又一次引起國際社會的矚目。儘管國際社會在這兩個期間對人民幣貶值與升值的預期持續存在，但是中國自亞洲金融危機之後，選擇將人民幣實質釘住美元，使得人民幣名目匯率呈現「超穩定」的現象。直到 2005 年 7 月，中國才將人民幣調整為參考通貨籃的管理浮動匯率制度，並將人民幣對美元匯率升值 2.05%。為什麼中國在亞洲金融危機後選擇採取人民幣釘住美元的固定匯率政策？又為什麼中國在 2005 年 7 月後選擇採取人民幣參考通貨籃的管理浮動匯率政策？到底人民幣匯率政策選擇的因素為何？對於上述問題的釐清，有助吾人更準確地掌握與判斷人民幣匯率政策的走勢。

對人民幣匯率政策選擇因素的研究文獻日益增多，這些文獻可大致分為以下四類：第一類是從國際政治經濟學理論出發，認為人民幣匯率政策的選擇取決於國際政治經濟的角力，也就是中國與美國、日本、歐盟之間的賽局。第二類是從匯率決定理論出發，包括國際收支理論(balance of payments theory)、購買力平價理論(purchasing power parity theory)、利率平價理論(interest rate parity theory)、資產平衡理論(portfolio balance theory)與均衡匯率理論(equilibrium exchange rate theory)等，認為人民幣匯率政策的選擇取決於人民幣實際匯率偏離均衡匯率水準的程度。第三類是從開放總體政策搭配理論出發，包括 Mundell-Fleming 模型與 Krugman 三角模型，認為人民幣匯率政策的選擇取決於中國貨幣當局對人民幣匯率穩定、資本自由移動與貨幣政策自主這三個政策目標的權衡與取捨。第四類是從新匯率制度選擇理論出發，包括固定匯率已死假說(the mirage of fixed exchange rate regime)、懼怕浮動論(fear of floating hypothesis)與中間制度消失論(the hypothesis of the vanishing intermediate regime)等，分別從各自不同的角度解釋人民幣匯率政策選擇的因素。

西方學者習慣從國際金融理論去探討人民幣的合理價位，認為人民幣有貶值或升值的空間。但是從中國領導人在人民幣匯率存在變動預期時，一再出面發表穩定人民幣匯率的講話可知，人民幣的合理價位已經不是一個單純的經濟數學問題，而是必須從中國高層的政治經濟決策模式去深入探討。因為如果不從這個角度切入，也就無從瞭解中國高層承諾人民幣不會貶值或升值，其背後的經濟決策模式和理由。沒有確實掌握中國決定人民幣不貶值或升值的模式和理由，當然無從推論人民幣未來的走勢(范錦明，1999a)。

因此，本文主要目的即在應用上述相關文獻，建立一個人民幣匯率政策選擇的分析架構，以此解釋中國在 1997-2005 年期間實行人民幣釘住美元的匯率政策，以及在 2005 年 7 月後改採行參考通貨籃的匯率政策的原因，並以此作為吾人觀察未來人民幣匯率政策走向的判準。

## 第二節 人民幣匯率政策

從 1994 年 1 月 1 日以來，人民幣匯率政策的選擇可分為三個階段(見表 1-1)：(1)人民幣釘住美元的管理浮動匯率政策(1994 年 1 月 1 日至 1997 年 7 月 2 日期間)；(2)人民幣釘住美元的固定匯率政策(1997 年 7 月 2 日至 2005 年 7 月 21 日期間)；(3)人民幣參考通貨籃的管理浮動匯率政策(2005 年 7 月 21 日以來)。

表 1-1 人民幣匯率政策選擇的三個階段

人民幣匯率政策選擇	時期
人民幣釘住美元的管理浮動匯率政策	1994 年 1 月 1 日至 1997 年 7 月 2 日
人民幣釘住美元的固定匯率政策	1997 年 7 月 2 日至 2005 年 7 月 21 日
人民幣參考通貨籃的管理浮動匯率政策	2005 年 7 月 21 日迄今

資料來源：本研究整理。

1993 年 11 月 14 日通過的《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》指出，改革外匯管理體制，建立以市場為基礎的有管理的浮動匯率制度和統一規範的外匯市場，逐步使人民幣成為可兌換的貨幣。這為人民幣

匯率制度的改革提出了具體的目標。爲此，中國人民銀行於 1993 年 12 月 28 日公佈了《中國人民銀行進一步改革外匯管理體制的公告》(中國人民銀行, 1993), 主要內容如下：

第一，實行人民幣官方匯率與外匯調劑匯率併軌。從 1994 年 1 月 1 日起實行人民幣官方匯率與外匯調劑匯率併軌的單一匯率制度，人民幣官方匯率由 1993 年 12 月 31 日的 5.8000 人民幣/美元貶值至 1994 年 1 月 1 日的 8.7000 人民幣/美元。

第二，人民幣匯率制度實行單一的有管理浮動制度。人民幣匯率的形成是以市場供需爲基礎，改變以行政決定匯率的做法，發揮市場機制對匯率的調節作用。爲了維持外匯市場的穩定性與流動性，中國人民銀行會運用經濟手段在外匯市場調節外匯供需。新的匯率機制是一種浮動匯率制，允許人民幣匯率在中國人民銀行公佈的基準匯率的一定範圍內浮動。

第三，實行銀行結售匯制度，允許人民幣在經常帳有條件可兌換。中國境內所有企事業單位的外匯收入(外商投資企業除外)，均須按照銀行掛牌匯率，全部結售給外匯指定銀行。取消各類外匯留成、上繳和額度管理制度。取消經常帳的對外支付用匯的計劃審批，中國境內企事業單位在經常帳的對外支付用匯，持有效憑證，用人民幣到外匯指定銀行辦理兌付。企業和個人按規定向銀行買賣外匯，銀行進入銀行間外匯市場進行交易，形成市場匯率。中國人民銀行設定一定的匯率浮動範圍，並通過調控市場保持人民幣匯率穩定。

在 1997 年 7 月 2 日以前，人民幣匯率穩中有升，但此後由於亞洲金融危機爆發，爲防止危機深化，中國收窄了人民幣匯率浮動區間，實行釘住美元的固定匯率政策。到 2005 年 7 月 21 日止，人民幣對美元匯率一直維持在 1 美元兌換 8.28 元人民幣附近的狹窄區間內。亞洲金融危機後人民幣匯率波動明顯減少，這與中國政府實行穩定人民幣匯率的政策有關。1997 年 7 月 2 日，亞洲金

融危機爆發，東南亞國家貨幣大幅貶值，中國政府宣佈人民幣不貶值的政策，而後於 1999 年年初又宣佈保持人民幣匯率穩定。國際貨幣基金(IMF)將 1987 年 10 月至 1998 年 9 月期間的人民幣匯率制度歸類為管理浮動匯率制，但 1999 年 1 月以後的人民幣匯率制度則歸類為其他傳統釘住匯率制度。

中國人民銀行於 2005 年 7 月 21 日發布《中國人民銀行關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告》(中國人民銀行，2005)，人民幣匯率政策調整為「以市場供需為基礎的、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度」。主要內容如下：

第一，自 2005 年 7 月 21 日起，中國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。人民幣匯率不再釘住單一美元，形成更富彈性的人民幣匯率機制。

第二，中國人民銀行於每個工作日閉市後公佈當日銀行間外匯市場美元等交易貨幣對人民幣匯率的收盤價，作為下一個工作日該貨幣對人民幣交易的中間價格。

第三，2005 年 7 月 21 日 19:00 時，美元兌人民幣交易價格調整為 1 美元兌 8.11 元人民幣，作為次日銀行間外匯市場上外匯指定銀行之間交易的中間價，外匯指定銀行可自此時起調整對客戶的掛牌匯價。

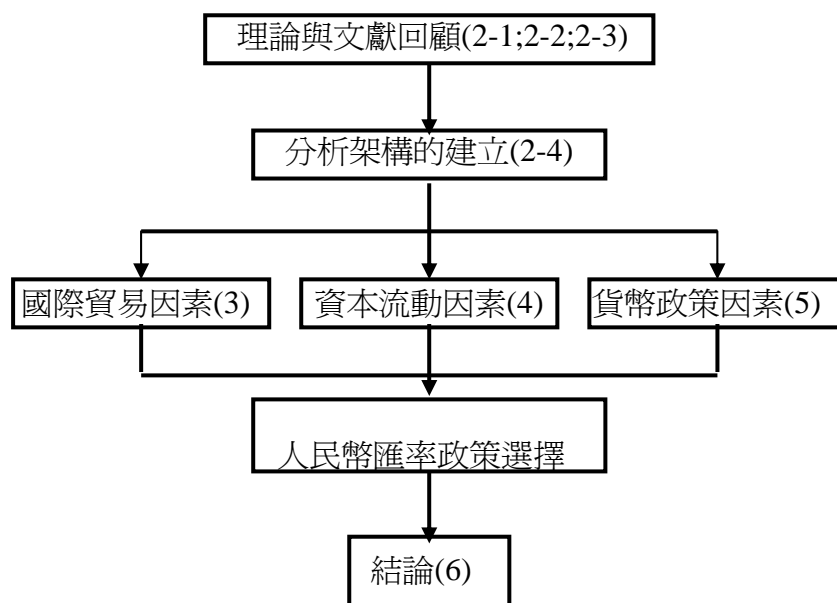
第四，現階段，每日銀行間外匯市場美元兌人民幣的交易價仍在人民銀行公佈的美元交易中間價上下千分之三的幅度內浮動，非美元貨幣對人民幣的交易價在人民銀行公佈的該貨幣交易中間價上下一定幅度內浮動。

第五，中國人民銀行將根據市場發育狀況和經濟金融形勢，適時調整匯率浮動區間。同時，中國人民銀行負責根據國內外經濟金融形勢，以市場供求為基礎，參考籃子貨幣匯率變動，對人民幣匯率進行管理和調節，維護人民幣匯

率的正常浮動，保持人民幣匯率在合理、均衡水準上的基本穩定，促進國際收支基本平衡，維護宏觀經濟和金融市場的穩定。

### 第三節 章節架構

本論文之章節架構安排如圖 1-1 所示。首先於第二章回顧國內外有關匯率政策選擇的相關文獻，並以此建立分析架構，作為各因素分析的基礎。第三章從國際貿易因素的出口競爭力、產業結構調整與貿易夥伴壓力三個面向，分析人民幣匯率政策的選擇。第四章從資本流動因素的資本管制政策、資本流動情況與中美利率差距三個指標，分析人民幣匯率政策的選擇受到資本開放程度的影響，而資本開放程度又與金融體制的市場化程度有關。第五章從貨幣政策因素的貨幣政策取向、外匯佔款沖銷與利率匯率衝突三個主要判斷指標，分析人民幣匯率政策的選擇受到貨幣政策自主性，以及宏觀調控有效性的影響。第六章為本文結論。



註：括弧中數字代表章節，如 2-4 表示第二章第四節。

圖 1-1 章節架構示意圖