

第五章 人民幣匯率趨勢及伴隨經濟效應與對策

中國試圖以一種獨特、非正式的方式，藉由計畫性、暫時性、可控制的「市場扭曲」，疏解由中央計畫經濟過渡到開放市場經濟各種困境。人民幣匯率變革過程，便是一例。人民幣當今最大特點在於固定且單一釘住美元，確實成功穩定匯率，除方便外貿結算，規避匯率風險，並由於美元是最重要國際流通貨幣，增強外部經濟對人民幣匯率信心，促進貿易與投資。但 2002 年末，日本官方藉由媒體指出為了消除全球性通貨緊縮問題，必須得到中國合作，提高人民幣匯率¹，引爆「中國威脅論」後，國際要求人民幣升值情勢日趨嚴峻；而此同時，人民幣內部卻存有一定貶值隱憂，人民幣匯率進退兩難，何去何從？

第一節 人民幣目前困境及制度扭曲

這次國際積極促使人民幣升值，其成因首在全球特別是美、日及歐盟等已開發國家經濟普遍不景氣，甚至出現通貨緊縮。從 2002 年各國經濟成長率觀之，美國 2.4%、日本 0.3%、歐元區 0.8%，而中國 8%，形成強烈對比，此趨勢迄今並無明顯變動；其次，美國自 2002 年 3 月一改強勢美元態勢，大幅貶值，而人民幣隨美元貶值在外貿出口方面會享有「溢出效益」。中國出口年增長率 2002 年為 22.3%、2003 年達 34.6%；同時，利用各種優惠措施，積極招商，成為吸收外國直接投資最多國家，國際收支享有雙順差，導致外匯儲備急劇增加。是以，環顧國際，中國經濟表現一枝獨秀。

¹ Kurota Tougan and Kawai Masahiro, "Time for A Switch to Global Reflation," Financial Times, December 2, 2002

一、外部升值壓力及內部相對制度扭曲

中國外匯儲備 1994~2002 年年均成長率為 24.6%，2003 年突破 4,000 億美元（如表 5-1），然而，此急劇增長數據卻隱含一定之虛增因素。

表 5-1 中國外匯儲備（1994~2004 年）

單位：億美元

年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
金額	516	736	1,050	1,399	1,450	1,547	1,656	2,122	2,864	4,483

資料來源：中國國家外匯管理局

眾所週知，外國對中國之直接投資，主要在利用中國廉價勞動力及各項優惠措施，經由加工出口至最終歐美市場。這種異於「一般貿易」之獨特「加工出口貿易」型態，不但進口生產機具設備，還大量進口原材料、零組件、半成品，經過加工、組裝後出口製成品。此加工出口貿易占中國出口總值 55% 以上²，而整個流程為資本移轉—產業移轉—貿易流向移轉—貿易差額移轉，但其中利潤絕大部分歸屬於外商跨國企業，而其進、出口金額卻均掛在中國外貿總額帳面。

另外，如前文所述，1997 年後，中國貿易順差增大的原因，除了出口商品品質及成本競爭優勢外，很大程度上係受到出口退稅政策激勵。基於古典重商主義，中國當局每年平均約需維持 1,000 億人民幣之出口退稅財政補貼。相當多的企業零利潤出口，唯一利

² 黃瑞玲（2005），218 頁。

得就在退稅，盲目激勵出口創匯，導致匯率升值風險原本應分散於用匯企業，卻向上集中於國家整體，並延遲出口企業改革及降低對外競爭力。另一方面，以 2002 年為例，累積應退未退的額度高達人民幣 2,100 億元，較 2001 年增加 700 億元之多，這種退稅不及時甚至政府有意推諉，顯示當局已不堪承擔此一沉重財政負擔³。

再者，儘管人民幣於 1996 年 12 月 1 日實現了經常項下的可兌換，達到國際貨幣基金組織第八條款的要求，但資本項目尚未完全開放。依現有強制性結售匯制度，外資企業出口所得外匯，超出外匯帳戶上限就必須無條件賣給外匯指定銀行；對非貿易用匯仍有一定程度管控，民間無法任意持有外匯；加上，外人直接投資也必須全數轉兌為人民幣，這樣由人民銀行獨攬外匯市場，包括銀行、企業及居民的內部外匯需求受到高度抑制，造成市面外匯「供」大於「求」之假象，難以反映外匯供需之真實市場價格，而原本應分散於政府、企業及民間的外匯，卻全部集中為官方存底⁴，一旦放寬外匯持有，相信官方儲備即會有所流失。

由於外貿順差加上外人直接投資增長，導致外匯儲備急劇增加，是現階段人民幣出現升值壓力的直接原因，但這些亮麗數據背後均存有相當制度扭曲。加入 WTO，以上制度扭曲終將逐次導正，中國能否持續外匯儲備成長，頗令人質疑。

³ 鍾偉 『對外經濟：長風破浪會有時』，編入「2004 年版中國經濟年報-非典型增長」，蘭州大學出版社，2004 年 1 月第 1 版，366 頁。

⁴ 相關論點參見趙文衡，『客觀看人民幣升值問題』，台灣日報，2003 年 9 月 17 日。

表 5-2 1997~2002 年六次降息表

單位：%

	1997.	1998.	1998.	1998.	1999.	2002.
	10.23	3.25	7.1	12.7	6.10	2.21
1~3 年期貸款利率	9.36	9.00	7.11	6.66	5.94	5.49
一年期存款利率	5.67	5.22	4.77	3.78	2.25	1.98

資料來源：中國國家統計局

二、內部貶值隱憂及制度扭曲

由表 2-2 第二指標知，1998 至 2001 年中國年淨出口值增長率均處於負值，加上至 2003 年為止，中國消費者物價指數已連續八年負成長，為了避免通貨緊縮及保證經濟成長，遂採行降息、開徵利息稅、調降存款準備率及發行國家長期建設公債等積極財政政策。1997~2002 年共六次降息（如表 5-2）；1999 年 11 月 1 日對存款利息所得按 20% 稅率徵稅；1998 至 2001 年分別發行金額 1000 億、1100 億、1500 億、1500 億之國家長期建設公債；而法定存款準備率於 1998 年 3 月 21 日由 13% 下調至 8%、1999 年 11 月 21 日再下調至 6%。以上促進景氣措施顯然展現一定成效，年出口值增長率，2002 年為 22.3%，2003 年為 34.6% 加上期間外人直接投資有增無減，導致貨幣供給快速增長⁵。

同時，採行擴大內需政策，惟投資集中於少數幾個行業，以

⁵ 2003 年廣義貨幣 (M₂) 年增長 19.6%、狹義貨幣 (M₁) 年增長 18.7%、流動現金 (M₀) 年增長 14.3%。

2003 年各行業年增長率為例，鋼鐵業 96.6%、水泥業 121.9%、汽車業 87.2%、房地產業 29.7%，因信貸投資結構性過熱，導致相關商品、材料供給不足，物價上漲勢所難免。另為補足供給不足缺口，進口亦隨之逐年增加，在匯率超穩定情況下，人民幣隨美元匯率同步下降，促使進口品價格上揚，進一步助長國內物價水準。

2003 年居民消費物價指數（CPI）全年增長為 1.2%，2003 年年底至 2004 年 10 月，除 2004 年 2 月，均較去年同期增長率達 3% 以上水準，2004 年 6~9 月連續四月更突破通貨膨脹警戒線 5%。這種屬於「輸入型」通貨膨脹壓力，會減低人民幣實質購買力，改變消費習慣與結構，當國內生產成本提高，出口外銷品必須提高國外售價，而進口舶來品相對便宜，價格優勢消長之間，人民幣實質匯價升值，為免匯價高估，影響出口競爭及經濟發展，內部逐漸具有要求貶值的潛在壓力。

三、目前保持人民幣匯率匯率穩定之理由

面對人民幣匯率外部升值壓力及內部貶值要求，人民幣匯率應何去何從？目前保持人民幣匯率穩定之理由，首先在於人民幣現行匯率能適切反映中國經濟實質基本面，並無嚴重低估問題，由本文實證研究，亦可得知。其次，對中國經濟發展將立即造成負面影響。除一定程度抑制出口增長，減少外匯收入；進而影響勞動密集型之出口企業就業，加大失業壓力，同時增加不良貸款成為「壞帳」機會。由於政府控制的銀行不斷貸款給效率低落之國有企業，導致金額驚人之呆壞帳⁶，而政府礙於失業率也不願出面加以干預關閉

⁶ 2003 年末，中國國有獨資商業銀行不良貸款餘額為人民幣 1.59 萬億元，不良貸款率達 16.8%。參見黃瑞玲（2005），218 頁。

，如此造成惡性循環。當前脆弱社會就業結構及低效能金融銀行體系是否能承受此匯率變動風險？再者，中國甫脫離長期通貨緊縮陰影，外匯收入減少勢必削減國內消費能力及投資意願，這些絕對都是優先考量因素。此外，人民幣升值不是解決全球通貨緊縮的良方。儘管世人普通認為中國廉價商品大量湧入世界市場，拉低了國際商品價格，降低邊際利潤率，但是並沒有令人完全信服的明確數據證明中國是全球通貨緊縮的始作俑者。中國經濟成長雖然迅速，但國民生產總值僅占全球總 GDP 的 3.5%；對外貿易增長相對其他國家表現亮麗，但也只占全球總貿易總額的 5% 左右，並無操控大局的能力。

以上，人民幣之低估肇因於內部制度所扭曲，在缺乏經濟面之自我調節機制，若遽以虛增數據即論斷已具大幅升值要件，對人民幣恐係過度要求；另衡酌人民幣內部貶值隱憂並未顯著，為避免貿易摩擦，維繫良好的國際信譽及國際關係，人民幣貶值顯不合時宜。一項對中國境內跨國公司進行調查顯示⁷：中國吸引外人直接投資主要因素在於龐大的國內消費市場和高速增長的基本面經濟要素，而非價值被低估的貨幣。當前，人民幣大幅升值或貶值均不利於中國經濟與金融的發展和穩定，對國際經濟體系亦將有所損失。

第二節 人民幣升值對國際經濟影響

理論上，一國之貨幣升值，直接降低外貿競爭力，出口減少；另促進對外購買力，增加進口，從而減少貿易順差。惟中國獨特之「加工出口貿易」在全球「生產供給鏈」中占有重要關鍵地位，它成為週邊日本、韓國、新加坡及台灣包括原物料、零組件及機具設

⁷ 胡祖六，『人民幣匯率制度必須變革』，中國經濟信息，2003 年 6 月。

備等中間財最大市場，經加工、組裝成最終消費財，即以中國產地名義輸往美國等已開發國家市場。近年來，中國更有向馬來西亞、印尼及澳洲直接進口原物料之趨勢。所以實際上，中國係屬「出口拉動成長」的經濟體，惟有出口順暢，收入增加，才會進一步促進中間財之進口，同時刺激消費財之需求。

若人民幣迫於國際壓力而升值，與中國經貿關係具代表性之美國、日本及兩岸其影響如下：

一、對美國影響

中國最大順差來源係美國，但由於中國出口至美國產品和美國境內產品競爭替代性不大，加上中國勞動生產價格遠低於美國，即使人民幣升值，美國仍無法在勞動密集產業擁有價格競爭優勢，若不改變自身消費習慣，只會由原本從中國進口產品改為向其他勞力更低廉開發中國家進口，這種結果，雖能縮減美中貿易逆差，但美國對全球貿易逆差依然存在。

若其他國家無法完全取代中國「生產供給鏈」地位，由於中國對外輸出商品多屬民生必需品，人民幣升值將使美國進口之中國產品價格上漲，反增加消費者支出，減少「社會福利」；在所得不變前提下，亦會排擠對其他國內商品消費，無法提振經濟不景氣。而其中出口至美國之中國商品許多係由美商投資中國境內之企業所生產，人民幣升值將削減美商跨國企業利得。是以，從中國進口並不違背美國利益。

另一方面，美國出口至中國金額由 1993 年 106 億美金逐步增加至 2003 年 338 億美金，足足成長了二倍有餘；另由表 2-1 之第一指標知，按進口相關數額衡量之中國外貿依存度，1993 年只有 17%，2003 年推進至 31%，中國應屬相對開放經濟體。是以，若

將中美貿易不平衡歸因於中國保護主義以及市場不開放，對中國似有失公允。

事實上，中美兩國經濟結構屬互補型，中國具有低廉勞動力，美國優勢在於高科技，如雙方充分發揮比較優勢稟賦，彼此獲最大經濟利益。當前，美國限制高科技對中國出口，固有其國家安全利益考量，卻也阻礙縮減中美貿易失衡之契機。

再者，中國大量外匯儲備，大多數係以購買美國國債或直接以美元儲備，中國已成為美元資產重要海外買家。人民幣升值會使美國向中國售賣之債券成本增加，不利財政收支；亦會使美元債券價格走低，壓迫美國利率上漲，有害經濟復甦。甚且，中國拋售美元儲備，會引發國際市場連鎖反應，勢必造成美元匯率市場波動，影響美國總體經濟要素穩定。

美國著名經濟學家 Lardy 於 2003 年 10 月在美國國會聽證會中指出，擴大美中貿易不平衡根本原因既不是中國的匯率機制，也不是中國排斥外國貨物的保護主義，而是中國已成為加工諸多種類製成品的領先場所，這些貨物的大多數以往是在亞洲其他地區加工的。構成這些貨物的關鍵零組件主要購自其他亞洲國家，而最終產品以銷往北美和歐洲為主。當對中國貿易逆差由 1985 年 100 億美元竄升至 2002 年 1000 多億美元的同時，外資企業所生產的中國出口品由 1% 擴大到 52%，這絕非偶然⁸。此證詞說明了對於美中貿易失衡之根源，美國學界並非一面倒認定係導因於人民幣匯價。

⁸ Nichlas Lardy, "United States-China Ties: Reassessing the Economics Relationship," 2003 年 10 月 21 日在美國眾議院國際關係委員會聽證會證詞。

二、對日本影響

1985 年，以美國為首之先進西方七國與日本簽署了「廣場協議」，迫使日圓大幅升值後，導致日本經濟出現泡沫化，處於「流動性陷阱」，儘管零利率已實施多年，仍深受通貨緊縮之苦，陷入長達十多年的經濟不景氣。而日本政府為激勵企業再造及填補銀行呆帳，採積極性財政政策，惟因稅收減少，財政赤字規模擴大，欲振乏力；此情況下，日本鼓吹人民幣升值，企圖透過人民幣升值來實現日圓相對貶值，既可避開國內問題，並減輕國際對日本導引日圓貶值所產生的壓力。

事實上，日本與美國不同，日本對中國長期保持貿易順差，中國最大貿易逆差來自日本，日本也是中國最大貿易伙伴國。1993 年日本對中國出口 232 億美元，中國出口自日本 157 億美元，中日逆差 75 億美元；2003 年日本對中國出口 741 億美元，中國出口自日本 594 億美元，中日逆差 147 億美元，十年來中日貿易失衡擴大了近一倍。其中絕大部分屬「加工出口貿易」，亦即日本對中國出口屬工具母機等生產設備，或是電子機械類層次較高之零組件；而從中國進口則是日商投資中國境內企業利用日本生產設備和技術所製造「Made in china」產品，人民幣升值將增加日商企業的「成本」負擔。同時，中國出口下降，亦將同步減少對日本之進口。

由價格效應比較，人民幣升值，日本所受益僅限於早已失去優勢的勞動密集產業；而在生產投入方面與中國處於互補關係之絕大多數日本產業，會因生產成本上漲而導致產出和利潤下降。此外，日本外貿主要為技術、資金密集型產品，與中國出口品相關性不高，人民幣升值與否並不會改變日本對外貿易競爭力。2003 年一項調查指出，逾 60% 日本企業並不樂見人民幣升值⁹。

此外，人民幣若迫於外力升值，日圓能不跟進嗎？一旦，中國大量拋售美元，亦將使日本世界第一之美元外匯儲備大幅縮水。現階段對日本企業而言，真正外貿競爭對手，是歐美先進國家，而非中國。反而應善用中國廣大廉價勞動生產力，增強日本跨國企業國際競爭力。當高唱「人民幣升值」的 川財務大臣，於 2003 年 9 月 20 日在中東杜拜所舉行的 G7 財務部長會議中，改口向中國提出「柔性的匯率政策」¹⁰，日本事實上似已放軟對人民幣升值主張。

三、對兩岸影響

2004 年來中國已是台灣的最大出口市場、第三大進口來源及最大對外的投資地區。人民幣匯率的變動勢必影響兩岸經濟關係與台灣自身經濟，以及臺商在中國的經營效益。

兩岸雙邊貿易擴展主要來自台灣對大陸出口之擴張，1993 年兩岸雙邊貿易總額 144 億美元，台灣對中國順差達 114 億美元；2003 年兩岸雙邊貿易總額超出 583 億美元，台灣對中國順差逾 400 億美元，十年來兩岸貿易失衡差距增加了 2.5 倍。而雙邊進出口商品結構有明顯差異，其中絕大部分與中日貿易型態類同，屬「加工出口貿易」，甚且台灣處於「中繼」地位，亦即台灣向日本進口生產設備，藉此加工產生零組件，再出口至中國，經組裝為製成品再出口至日本及歐、美地區。

⁹ 相關調查指示，61% 希望維持現狀，其中 36% 認為人民幣升值會有負面影響。日本經濟新聞，2003 年 9 月 23 日。

¹⁰ 林武雄，『人民幣升值會動搖中國的經濟』，轉引自「人民幣匯率經濟與戰略分析」，童振源主編，2004 年 3 月第 1 版，158 頁。

由以上兩岸雙邊貿易發展特色觀之，與日本相同，如果人民幣相對臺幣升值，僅有利於臺灣製品以美元報價在國際市場的競爭力，但對臺灣經由中國的加工出口不利。其次，人民幣維持強勢貨幣，有利於外資（包括臺資）布局中國，不利臺灣本地招商引資。人民幣升值也將帶動臺幣升值，甚至臺幣升值幅度會大於人民幣，反而衝擊臺灣的出口。

儘管人民幣升值，對台灣而言，利弊互現，但值得注意的是，台灣對大陸出口依存度從 1991 年之 9.1% 逐步上升至 2001 年 19.6%¹¹，此趨勢迄今仍持續上升中；而綜合表 2-1 及表 4-1 資料顯示，中國對台灣出口依存度從 1993 年之 0.24% 緩步推升至 2003 年 0.64%，兩相對照，顯現台灣對大陸單方面之出口倚賴程度日深。人民幣升值，提高以美元報價之台灣輸往中國大陸製品之需求，降低台灣對中國輸出品之購買力，兩岸彼此出口依存度之差距更形拉大，對台灣企圖分散國際市場之政策推展，絕對有負面的影響。

關於人民幣升值對在大陸投資設廠之台商企業而言，如採取「兩頭在外」（即進口原材料、產品外銷）之經營模式者，影響不大；採取「兩頭在內」（即原材料當地採購、產品內銷）之經營模式者，則會有進口商品價格競爭威脅加劇之虞；採取「進口原材料、產品內銷」之內需導向經營模式者，會因降低成本而受益；對於採取「原材料當地採購、產品外銷」之經營模式者最為不利。

¹¹ 朱雲鵬，『對大陸市場依存度的解讀』，國家政策論壇，2002 年 6 月，第二卷，第二期。

第三節 人民幣升值對中國正面效果，及其可能時機與採行方式

事有正反兩面，如依本文推估 2002 年下半年至 2004 年年底，人民幣匯價確屬低估。而釘住美元匯率制度會削弱當局控制通貨膨脹以避免景氣過熱的能力。如採行升息降溫，會與美國低利率之間差距更加拉大，從而吸引更多「熱錢」流入，影響金融穩定，並帶給人民幣更大升值壓力。再者，如果匯率升值壓力得不到適當疏解，過度累積之升值壓力一旦引爆，可能帶來匯率急劇波動，甚而爆發貨幣危機。

一、人民幣升值對中國正面效果

如果人民幣適當升值將是無可避免的趨勢，那麼對中國經濟會有什麼正面影響呢？

短期，可減低對石油等能源及原物料進口採購之成本，對出口競爭力不致於有太大影響；國際收支會趨於均衡，減少投機資金流入，降低維持目前匯率的機會成本，並可減輕外債負擔。中期，對外可改善貿易交換條件，增進歐、美與日本經濟的復甦機會，有助於改善國際關係；對內則消除過多的貨幣供給，抑制通貨膨脹；促進技術創新，有利產業升級；促使服務業發展，嚴重失業問題不致擴大。長期，得以讓資源配置更有效，改善投資環境，進一步鼓勵外商投資，並有利於中西部開發，提高國民所得；另可增強人民幣國際地位，有利於推動「走出去」的對外投資戰略，一旦增加在東南亞投資，東南亞經濟將從「日圓經濟圈」支配轉向受「人民幣經濟圈」支配。

二、人民幣升值可能時機

由學理知，一國匯率浮動，當國際收支持續大量盈餘，被低估之名目匯率通常就會很快調整過來；若屬固定匯率，當長期維持巨額的收支盈餘時，基本上會導致該國物價膨脹，進而使實質有效匯率指數上升，顯現匯價低估。

既然維持經濟強勁增長是中國一貫堅持之目標，人民幣匯價就不可能「不動如山」，未來，不論人民幣的名目匯率是否升值，其實質匯率都可能隨物價上升而逐漸升值。再者，中國國際收支平衡狀況持續出現盈餘，人民幣升值並非完全不利於中國。那麼何時是人民幣升值可能時機？

2003年11月美國史丹佛大學的教授 Ronald McKinnon 基於以下兩點理由：其一，日本於「廣場協議」後，日圓名目匯率升值導致日本長期陷入通貨緊縮的惡性循環；其二，可能引發突發性的美元兌換人民幣風潮，所以反對直接使人民幣的名目匯率升值，而主張由實質有效匯率來帶動必要的貿易調整¹²。此觀點在於，若中國當前選擇維持名目匯率的穩定，就須由實質有效匯率來帶動需要進行的對外調整，亦即藉由微調國內物價以達到理想中實質有效匯率水準。

固然，中國調整外匯政策的過程中，沒有任何一種辦法是沒有風險的，但此論點在物價調整的過程中，很容易就超過預期目標，一旦調整過度，要進行事後的修正就會十分棘手且曠日費時。加上，政策制定者和一般民眾對物價調漲不可能抱持歡迎的態度，執行此一論點自有其高度困難性。

¹² Ronald McKinnon, "China Can Learn from the Mistakes of Japan," 'Financial Times', March 11, 2003.

儘管中國並不樂見此論點，然而市場上那隻看不見的手已將中國帶入此論述之情境。事實上，中國已出現教授 Ronald 所推論情況。如前述，中國居民消費者物價指數之年增長率，2003 年為 1.2%，2004 年達 3.9%¹³，其中 2004 年 6~9 月連續四月更突破通貨膨脹警戒線 5%，確實已導致實質有效匯率指數上升，人民幣如依本文推算被低估了 5% 左右。

據此論點，換個角度觀之，當中國國際收支仍持續大量盈餘，一旦引發景氣過熱，物價勁揚，若各種內部總體經濟調控政策措施無法及時有效壓抑通貨膨脹，中共當局便不得不正視人民幣名目匯率調整問題。

有鑑於此，中共自 2004 年下半年採行諸如：嚴格控制信貸規模、適時進行公開市場操作、調整存款準備率以及適當提高利率水平，吸收市場過多流動性，並通過放寬外匯使用限制等宏觀調控政策措施，以舒緩通貨膨脹壓力¹⁴。

中國 2005 年 5 月的通貨膨脹率維持在十九個月來最低點 1.8%，而中共央行預測，2005 年平均通率可能由 2004 年之 3.9% 降為 3~3.5% 之間，上述數據顯示，正如中國人民銀行行長周小川所言「經濟成長是有點快，但是否過熱，尚未有定論」，同時對於消費者物價表示「正趨於穩定」¹⁵。當中共官方認為整體物

¹³ 相關數據爰引自『大陸將維持低利』。聯合報，2005 年 6 月 27 日。

¹⁴ 參見黃瑞玲（2005），218 頁。

¹⁵ 摘自 2005 年 6 月 25 日出席國際清算銀行（BIS）於瑞士舉行的中央銀行總裁會議專訪。聯合報，2005 年 6 月 27 日。

價還算平穩，在無政治面之外力干預前提下，勢必將儘可能延後調整人民幣匯價時點，藉以增長內部改善社會就業結構與增進金融銀行體質之作業緩衝時程。

2003 年來股匯市不斷以人民幣升值為炒作題材，對比，北京大學經濟研究中心主任林毅夫認為，大陸經濟維持強勁增長，人民幣升值是肯定的，但為不屈服投機壓力，近期人民幣匯率應該保持穩定，盲目跟風的炒幣行為可能導致損失¹⁶。似乎已點出人民幣終會升值，剩下得只是時機和方式之選擇。

三、人民幣升值可能採行方式

在那些先前實行中央計畫經濟的國家當中，中國被認為從社會經濟轉型為市場經濟過程中最為成功的典範。假如因為操控匯率，而使其他國家認為無法與其公平競爭，或成為移轉內部經濟不振壓力之口實，而在國際間出現反對中國的力量，進而圍堵、反制中國發展，那就得不償失了。但是，如果中國堅持採行緊釘美元的匯率政策，以上兩種情形就可能發生。因此，人民幣升值與否就不能單純以經濟面看待，而必須納入政治面考量。

如果現階段中國必須基於回應國際社會期待之政治考量，而導引人民幣升值，為了避免讓人感覺中國是在外界壓力所做出的決策，以維持國家自主性，可能會以配合金融改革順勢推動匯率改革，那麼會採行什麼適當方式？

目前，對於調升人民幣採行的方式，主要分為「一次到位」之震盪療法（big bang）以及「小幅度逐次調整」所謂漸進療法

¹⁶ 摘自『溫家寶：人民幣穩定 有利於國際金融』。聯合報，2005 年 6 月 27 日。

(gradualism) 二種論述，二者最大爭議點在於：對中國經濟的衝擊與是否能有效遏阻大量湧入之投機「熱錢」。

中國經濟改革開放歷程大體而言屬於漸進療法，但有些改革是採行震盪療法，例如 1994 年人民幣匯率併軌，一次貶足了 50%。

1994 年匯率併軌改革基本上係屬成功的經驗。加上，匯價如果沒有「一次到位」及充分升值達到均衡水準，投機性「熱錢」會持續湧入，成為經濟發展不安定因素，特別會加重金融風險，均是「一次到位」有力論點。

但是，本次匯率變革係屬升值與 1994 年貶值之本質迥然不同，對於「順差至上」之中國而言，將是極大的思維激盪。再者，一次到位如調整過度，會導致全球「生產供給鏈」斷裂，嚴重紊亂中國就業秩序，產生嚴重後遺。再者，「一次到位」亦不能保證國際狙擊性「熱錢」就此打住，反會趁勢而入，更添增金融凶險。如此研判，人民幣「一次到位」自有相當顧慮。

至於採行「小幅度逐次調整」之漸進療法，為了擺脫釘住美元之匯率制度缺點，以及金融銀行健全化等前題條件尚不具備之考量，在過渡至「符合市場經濟的靈活的匯率制度」過程中，中共當局就只能實施積極干預之管理浮動匯率，巧妙在把握國內政策目標與國際制約因素取得平衡。而由一籃子貨幣(Basket)、浮動區間(Band)及爬行(Crawling)等三個要素構成之 BBC 方式所謂「爬行波幅釘住貨幣籃子制度」不失為一種較好的選擇。亦即釘住由複數貨幣組成的「籃子」，同時確定匯率波動的幅度，在設定幅度內匯價波動不進行干預，如波動超越該幅度，當局即干預導引重回所設定幅度之內¹⁷。

人民幣如依本文推算被低估了 5% 左右，那麼人民幣匯率初期

升值目標區應在 5% 以下，而波動幅度則可參考 1994 年匯率併軌改革，上下振幅不得超過 0.3% 為基礎，待運作成熟再將升值目標區擴大至 7~10%，並加大浮動區間。

中共總理溫家寶於 2005 年 6 月 26 日在第六屆亞歐財長會議開幕式上致詞強調，人民幣匯率改革必須堅持主動、可控和漸進三個原則。主動，是根據自身改革和發展需要，決定匯率改革的方式、內容和時機，要充分考慮對宏觀經濟穩定、經濟增長和就業的影響，考慮金融體系狀況和金融監管水準，考慮企業承受能力和對外貿易等因素，還要考慮對周邊國家、地區以及世界經濟金融的影響。可控，是人民幣匯率的變化要在宏觀管理上能夠控制得住，既要推進改革，又不能失控，避免出現金融市場動盪和經濟大波動。漸進，就是要有步驟地推進改革，要考慮長遠的發展，不能急於求成¹⁸。以上一席談話，透露出階段人民幣匯價確屬低估，惟因偏離幅度不大，中國將可以基於自主性，按步就班、循序漸進地進行人民幣匯率機制變革。

¹⁷ 轉引自李曉『關於東亞地區匯率制度選擇的若干爭議』，經濟學動態，2003 年第 10 期。

¹⁸ 摘自『溫家寶：人民幣穩定 有利於國際金融』。聯合報，2005 年 6 月 27 日。

