

## 第一章 緒論

維持匯率的穩定，係開發中國家免於惡性通貨膨脹與持續經濟成長的基本條件。長期以來，人民幣一直被認為是匯率相對穩定的貨幣，中共當局亦試圖保持此態勢，避免匯率波動造成經濟干擾。然而，改革開放以降，過去 25 年來中國<sup>1</sup>經濟每年以平均約 9% 的速度成長，業已發展為重要經濟及貿易實體。在融入國際經濟體系過程中，迅速發展的中國已被視為全球性通貨緊縮的元兇，國際間不斷呼籲中共放手人民幣升值，但中國貨幣主管當局再三宣稱，人民幣匯率並無立即改變之必要。

自 1994 年起中國大陸便採行一種釘住美元的「實質固定匯率制度」(a de-facto fixed exchange rate regime)。表面上，人民幣採行管理浮動匯率，實際僅在極小幅度範圍內盤整，等於釘住美元。然而，隨著金融經濟環境丕變、自身外匯市場深化活絡，以及國際外部壓力，人民幣是否以不變應萬變緊釘美元，中共當局似已存有可資商榷之空間。一個「符合市場經濟的靈活的匯率制度」已列入國家中長期目標，人民幣匯率從釘住美元改為釘住「一籃子」貨幣，業已成為中國匯率政策選項之一<sup>2</sup>。

人民幣一旦改為釘住主要貿易夥伴貨幣的一籃子貨幣，由傳統匯率理論得知，可以維持適當之商品市場競爭力，避免流血輸出，營造互惠多贏的國際貿易條件，並降低市場對人民幣匯率可能「失衡」的投機舉措（諸如熱錢湧入）。本文即在估算人民幣實質有效匯率，建

---

<sup>1</sup> 本文以下章節以「中國」、「中國大陸」或「中共」均係指稱中華人民共和國，所指之對象並無不同。

<sup>2</sup> 摘自『周小川：人民幣浮動匯率逐步放寬』，工商時報，2003 年 9 月 4 日。

立中國大陸有關出口、進口及雙邊貿易加權的實質有效匯率指數，深入觀察這些匯率指數的統計特徵及其經濟意涵，並藉此推估近期人民幣實質有效匯率指數，俾成為進一步相關研究之基礎，或為台商對中國貿易、投資決策之參考。

## 第一節 研究動機與背景

眾所週知，一國之匯率要與其經濟實力相匹配，長期偏離市場機制，處於「失調」( misalignment ) 狀態，對總體經濟終必產生負面影響。

從 2002 年日本財政大臣鹽川正十郎，到 2003 年美國財政部長史諾及聯準會主席葛林斯班等國際財經界重量級人士相繼針對人民幣進行升值喊話<sup>3</sup>，甚至 2003 年 7 月歐洲委員會主席普羅迪直接批判「中國的人民幣政策為新保護主義」<sup>4</sup>。人民幣是否升值？何時升值？儼然成為舉世矚目的焦點。其間雖有不同見解，但以「肯定會升值」一方占絕對優勢。然中國大陸當局卻一再重申嚴守人民幣匯率，究竟為何財經大國要促使人民幣升值？而中國大陸緊守人民幣幣值的理由又在哪裡？人民幣匯率政策是否「失調」？人民幣適切之匯價為何？以及如何合理估算人民幣均衡匯率？均是本文研究的動機。

中共自 1949 年成立以來，其外匯制度皆由中央政府在「穩定國內經濟、獎勵出口」政策下，強力操控匯價，即使在 1997 年下

---

<sup>3</sup> 『人民幣保衛戰 中國貿易政策預期多項讓步』，工商時報，2003 年 9 月 3 日。

<sup>4</sup> 『G7 將要求人民幣擴大波動幅度』，中國時報，2003 年 9 月 16 日。

半年東南亞爆發金融危機，仍再三強調人民幣「不會貶、不必貶、不能貶」，成為力挽國際金融狂瀾於不倒之中流砥柱，獲舉世之讚譽。1999 年中共國家主席江澤民甚至提出「穩定壓倒一切」的匯率政策最高原則<sup>5</sup>。2003 年上半年遭逢 SARS 疫情衝擊，重創經濟發展之際，亦力挺不貶。是以，穩定匯率和擴大外匯存底，幾已為中共當局既定政策目標。

世事弔詭，2003 年下半年，人民幣是否被低估之議題開始廣受世人矚目。基於 2002 年以來，美元對歐元、日圓及澳幣等國際重要貨幣大幅貶值，意味緊釘美元之人民幣亦相對貶值，加上自身貿易鉅額出超、外資引進大幅增長，使外匯存底一舉突破六千億美元，僅次於日本，位居世界第二位，人民幣被質疑嚴重低估，國際間各主要經貿大國要求人民幣升值，並非全無道理。

人民幣當下處境，印證資本市場名言：「專家解釋現象，資金決定方向」。人民幣升值的臆測，隨熱錢哄抬而升溫<sup>6</sup>。人民幣愈藉由人為之干預「阻升」，就會吸引更多投機性熱錢<sup>7</sup>湧入套利，大量游資將造成股市、房地產業泡沫行情，銀行壞帳更加嚴重，最後逼使產業出走，陷入通貨緊縮；而「緩升」在預期心理下，仍會難逃惡性循環，引發泡沫化危機。反之，中共如採「一次到位」升值方

---

<sup>5</sup> 袁明仁，『中共保證人民幣不貶值，能不能說到做到呢？』，投資中國月刊，第 63 期。

<sup>6</sup> 『人民幣聲聲催漲 熱錢滾滾進大陸』，經濟日報，2003 年 9 月 27 日。

<sup>7</sup> 將外匯存底增加量減去外商直接投資金額，再扣除對外貿易淨額，可約略求出投機熱錢的規模。流入中國的熱錢於 2004 年平均每個月達 95 億美元，全年湧入之金額約 1,140 億美元。摘自童振源，『人民幣意外驚喜不遠了』，聯合報，民意論壇，2005 年 3 月 16 日。

式，像 1994 年放手讓人民幣大幅貶值，以消除市場預期心理，卻可能衝擊出口產業及外國直接投資，重創目前實際失業率超過 10%<sup>8</sup> 的就業市場，同時加重通貨緊縮危機，而外匯存底減緩，亦不利於解決國有銀行大量呆壞帳能力。中共當局正面臨「阻升」、「緩升」或「一次到位」政策抉擇三難之局面。

另外，台灣自 1986 年起因新台幣急劇升值、工資與土地價格齊揚，促使企業外移。因大陸生產因素相對低廉(便宜的土地與勞力、豐沛資源及各項優惠措施等)以及同文同種的民族性、語言易於溝通、地理位置臨近台灣，遂成為主要投資目的地。迄今，中國大陸早已超越美國，成為台灣最大出口市場，也是最大對外投資地區，以及第三大進口來源，兩岸經貿日趨緊密。人民幣一旦升值，台商在中國大陸投資與貿易的風險勢必增加。短期，對於「原料就地採購、製成品進口外銷」的廠商喪失國際價格競爭力，同時，台灣在大陸之加工出口貿易亦將同步減少；長期，中國大陸調整產業結構，在國際市場上對台競爭威脅劇增。根據台北市企業經理協進會於 2003 年下半年調查，高達 54.22% 的台商擔憂，一旦人民幣升值，恐將不利於企業營運，其中，又以增加國際競爭壓力影響最鉅<sup>9</sup>。匯率風險已列為台灣對大陸投資最優先順位之考量因素。

中共長期保守穩定的匯率政策，由於國際龐大壓力，人民幣升值與否，目前受到嚴峻的挑戰，而「阻升」、「緩升」或「一次到位」亦因內部諸多問題，面臨三難之決策，加上，兩岸經貿往

---

<sup>8</sup> 胡鞍鋼、楊韻新，『創造性毀滅：中國失業衝擊和就業、戰略』，載於胡鞍鋼 (2002 年)，216-217 頁。

<sup>9</sup> 『人民幣若升值 54% 台商擔憂』，經濟日報，2004 年 1 月 17 日。

來日趨頻繁重要，台灣不可能置身事外，以上均係本文主要研究背景。

## 第二節 研究目的

匯率係本國貨幣相對於外國貨幣的價格。如依貨幣轉換的功能性定義匯率，不同動機、目的當有不同的匯率定義，亦有不同的關注焦點。諸如，進口廠商關注進口匯率、出口廠商關注出口匯率；國際套匯者則關注雙邊、三邊甚至多邊匯價，而外匯市場之避險者（hedger）套利者（arbitrageur）以及投機者（speculator）除即期匯率更關切遠期匯率。

中國現已躋身為世界貿易大國，常用以人民幣表示美元價格的匯率（\$RMB/\$US）僅是中國與美國雙邊經貿交易的單一相對價格，明顯地不能充分展現中國實際存在的多國貿易，以及與多國貨幣轉換的實質價格。本研究主要目的在探討經由建立中國有關出口、進口及雙邊貿易三項不同加權的實質有效匯率指數，計算人民幣現行實質有效匯率指數相對於基期之合理性，推估人民幣匯率是否偏離均衡，進而探討中國商品於國際市場之競爭力，以及作為台商對中國大陸投資及貿易考慮匯率風險之參據。

## 第三節 研究步驟、方法與架構

首先，回顧中國大陸經貿發展、外匯體制變革與人民幣歷年走勢，瞭解彼此快速發展與變革之過程，以及各自波動頻仍情形，並建立「外貿依存度」、「外貿對經濟增長貢獻度」及「外貿競爭力」三項指標，與列出中國產品對世界出口市場占有率等，藉此瞭解三者相關性；接續蒐集國內外學者運用各匯率變動理論與實證模型，所推估與觀察人民幣均衡匯率之研究報告，除探討各家學說理論分

析之優缺利弊，並藉以對照印證本文所建構之人民幣實質有效匯率指數，再經由實證數據分析人民幣趨勢及其伴隨經濟效應，並探討中國對此因應之道，最後總結。

本文採用 1990 年至 2004 年 10 月之月資料，建立人民幣有關出口、進口及雙邊貿易之三項實質有效匯率指數，除對照印證實際情勢，並列出三項不同加權之實質有效匯率指數基本統計數據。而本文之所以採行建構實質有效匯率指數來探討人民幣匯價，肇基於中國在國際資本交易自由化，以及以銀行為首之金融部門健全化等經濟、金融條件尚不充分具備下，前所彙集之各類人民幣均衡匯率之實證模型，恐均存有某些不符假設條件之限制。因此，考量中國大陸特殊政、經情勢，特別是中國加入 WTO 後，進出口貿易更加自由化的前提下，運用中國大陸進出口值、物價水準，建立人民幣實質有效匯率指數，所依循理論較無疑慮，而援引之數據亦無太大爭議，並可有效探討中國大陸商品國際市場之競爭力。

本文共分六章。第一章緒論，說明研究動機、背景、目的及研究步驟、架構、範圍及限制。第二章係中國大陸經貿發展、外匯體制變革與人民幣歷年走勢之回顧。第三章為相關文獻與實證模型研討。第四章編纂貿易加權的實質有效匯率，及列出三項不同加權之實質有效匯率指數基本統計數據。第五章實證數據研究與人民幣趨勢及其效應與對策之探討分析。第六章結論與建議。

#### **第四節 研究範圍與限制**

本文係以時間數列之歷史資料進行實證，由於中國官方資料品質不夠完整與確實，致資料搜尋存有高度困難性。加諸大陸海關以往係簡單以產品運自國及運往國為分類基準，在未按國際慣例分類

統計下，常高估其對香港的貿易額，而低估其與其他各國（或地區）之貿易額。大陸海關為配合進入 GATT 及 WTO 等國際經貿組織，自 1991 年起，改對出口商品按最終消費國分類，對進口商品則按原產地分類。經此適應調整，大陸海關統計數據之參考價值已大為提升<sup>10</sup>。

同時，考量 1989 年因「天安門事件」，國際各國全面抵制與中國之經貿往來，為求統計資料具較高可信度，及避免非經濟突發因素之干擾，本文遂選取 1990 年 1 月至 2004 年 10 月之月資料，共計 178 筆資料長度。

限於人力及時間，本文僅有人民幣與美元之外匯交易匯價資料，人民幣與其他多國貨幣則無直接匯價數據，均須透過美元加以轉換套算。再者，兩岸經貿往來密切，彼此為重要貿易夥伴，惟僅搜尋致大陸方面對台灣進、出口之年資料，而台灣方面，因法令規定不得對大陸直接貿易，雖有相關之進、出口月資料，但比較雙方海關統計數據，存有相當落差。

---

<sup>10</sup> 左原（1996 年），1-14 頁。

