

# 第一章 前言

90 年代末期的亞洲金融風暴，國際投資客將大筆的資金從新興市場移出並轉向投資於更高收益的開發中或已開發國家。資金的快速移轉，導致國家幣值和股價全面性下跌並且迅速蔓延至全亞洲。此事件後，學者們發現到亞洲金融市場的整合度和外匯市場的關聯性遠比先前的認知還要高。

如今，亞洲國家不但從金融風暴中漸趨復甦，同時其經濟地位受各國重視的程度更勝以往，其中以中國大陸為箇中之最。中國不僅以大量且便宜的勞動供給吸引世界各國的廠商進駐，成為國際的商品輸出中心並贏得世界工廠的稱號。同時，擁有的大量人口也使其成為世界進口大國，也因此進出口貿易為大陸經濟成長的一大動力實不難想像。中國在全球商品供給面的影響力將促使全球潛在 GDP 成長率增加、降低通貨膨脹率、改變勞動市場和商品市場的相對價格。由此可見，這龐大的潛在市場不僅超越歐美市場，甚至堪稱二十一世紀全球經濟的主要驅動力量。

中國於 1994 年採取盯住美元的實質固定匯率政策並且維持 1 美元大約兌換 8.28 人民幣的匯率，造成商品外銷相對便宜，為出口優勢的另一大主因。伴隨經濟上的快速成長，人們開始懷疑此匯率水準是否存在著扭曲，旋即產生許多要求匯率制度開放或人民幣升值的聲浪。在金融體系全球化的背景下，貿易大國的匯率制度改革不僅對內影響國家貿易、金融和政治領域，對外則又牽動歐美市場和亞太區域的經濟體系。

在 2005 年 7 月 21 日，中國人民銀行 (The People's Bank of China, PBOC) 決定重新估算人民幣幣值，實行以市場供需為基礎的管理浮動匯率制度，內容參考「一籃子貨幣」進行調節。自此，人民幣不再盯住美元，改以視市場狀況和經濟金融形勢，適時地調整匯率浮動區間的匯率機制。同年 8 月 10 日，PBOC 進一步公佈「一籃子貨幣」的內容，除了最主要貿易市場的貨幣，如美元、歐元、

日元和韓圓外，進出口比重較大的國家，如新加坡、馬來西亞、俄羅斯、澳大利亞、加拿大和泰國等國家的貨幣也在範圍內。較特別的是，由於政治因素，新台幣及港幣皆被排除在外。由此可知，中國匯率的調節機制以主要貿易對手國的「一籃子貨幣」做為參考對象。

在改變了匯率制度的結構之後，人民幣如預期般一路升值，截至 2009 年 7 月 22 日止，已達到 6.78 兌換一美元。但仍有經濟學家認為新制度對匯率的浮動幅度改善並不大。為了消除對全球總體經濟體系所造成的扭曲，人民幣勢必不斷升值，直到匯率水準達最適均衡點。

隨著人民幣的升值，亞洲各國匯率勢必隨之變動。與中國競爭之貿易對手，尤其是亞洲各國，為保有貿易競爭力，也將盡可能地採取穩定匯率水準 (Exchange Rate Smoothing) 的貿易政策。因此，為瞭解中國匯率變化是如何影響亞洲主要國家幣值的波動，本文將以 Engle(2001) 的動態條件相關係數模型分析近年來人民幣升值對亞洲四小龍國家幣值的相關性。具體而言，即以中國、香港、台灣、南韓和新加坡的無本金交割遠期外匯為實證資料，並藉由報酬率資料求得彼此間的動態條件相關係數，推論分析人民幣對此四個國家貨幣相關性的方向與程度。

文章結構如下，第二章為描繪時間序列波動的 GARCH 模型文獻回顧。第三章為動態條件相關係數模型的實證分析。第四章為分析結論。最後為參考文獻及附錄。