

# 人民幣匯率之國際政治經濟分析

童 振 源

(國立政治大學中山人文社會科學  
研究所助理教授)

## 摘 要

隨著中國在國際經濟與戰略地位的竄升，人民幣匯率變動摻雜很多國際經濟與政治的考量。從國際政治經濟學的角度，本文分析人民幣均衡匯率之估算、人民幣匯率調整之爭議、中國內部經濟風險之擴大、國際強權施壓中國升值人民幣及人民幣匯率未來走勢與國際影響。本文總結，中國政府為了維持內部貨幣政策的自主性、避免經濟失衡與泡沫化持續惡化與緩和國際政治壓力，今（2005）年7月21日人民幣匯率體制變動與微幅升值應該是人民幣匯率長期逐漸升值的第一步。

**關鍵詞：**人民幣匯率、國際政治經濟、均衡匯率、匯率體制、國際熱錢

\* \* \*

## 壹、前 言

今（2005）年7月21日晚上7點，中國人民銀行宣布即日起人民幣兌美元從8.28人民幣兌1美元升值2%，至8.11人民幣兌1美元，惟人民幣兌美元交易價仍維持現行千分之三波動幅度，同時也將參考一籃子貨幣進行調節。隔天，中國人民銀行再公布，人民幣對非美元貨幣的交易價擴大浮動區間為1.5%。

人民幣匯率體制放棄實行十一年的實質釘住美元的政策，改採所謂「有管理的浮動匯率制度」，新的匯率體制將參考一籃子貨幣（可能六至七種主要貨幣）作為中國人民銀行介入外匯市場操作的參考。但是新的人民幣匯率體制並不是嚴格釘住一籃子貨幣，而且中國政府沒有宣布一籃子貨幣的組成貨幣比例，以避免國際投機客對人民幣匯率的攻擊。

從2002年開始，國際投資客普遍認為人民幣遲早會升值，但是人民幣匯率一直到今年7月21日才微幅升值2%。人民幣何以會有升值的壓力？人民幣何以可以拖了三年多才升值？人民幣匯率體制為何要改變？人民幣匯率的未來走勢與國際影響為何？

這些是本文試圖要回答的問題。

## 貳、人民幣均衡匯率之估算

中國在1994年起便採取釘住美元的實質固定匯率制度(a de-facto fixed exchange rate regime)，維持大約1美元兌換8.28人民幣的匯率。然而，2002年以來，美元對世界主要貨幣大幅度貶值，再加上中國出口旺盛、外匯儲備大量增加，導致外界質疑人民幣被嚴重低估。更甚者，預期升值的投機熱錢不斷湧進中國，導致中國外匯儲備以驚人的速度積累，加大人民幣升值的壓力、可能造成「自我實現預言式」(self-fulfilling prophecy)的升值，因為匯率具有多重均衡(multiple equilibria)的特性。<sup>①</sup>

然而，何以市場一開始會認為人民幣被低估呢？或者說，在市場參與者的實踐中，人民幣是否真的被低估？基本上，有三種方式來估計人民幣的均衡匯率：購買力平價(purchasing power parity)、實質均衡(real equilibrium)及國際收支平衡(balance of payments)估算法。<sup>②</sup>

購買力平價的概念是，將在中國生產的一籃子商品和服務重新以美元估價，以取得人民幣相對於美元的比率。購買力平價的估算方法又稱為「一價理論」(the law of one price)。依此方法，Jeffrey A. Frankel 估算人民幣在2004年中人民幣匯率被低估36%左右。<sup>③</sup>中國經濟學家張志柏估算，以1997年官方匯率與1995年可貿易商品絕對購買力平價匯率為基期匯率，2005年中人民幣匯率大約被低估10-15%；以2000年官方匯率為基期匯率，人民幣匯率大約被低估4%。<sup>④</sup>但是，這種估算方式存在很大的缺陷：除非國內生產力與相對價格水平接近於已開發國家，否則很難適用於像中國這樣的新興經濟體，因為很多非貿易財很難適當取得相對應的美元價格。因此，經濟學家較少以此理論估計均衡匯率。

實質均衡的估算方式較受到學術界的青睞，其概念是取得過去的一個經濟基本面的均衡點，然後在考量主要經濟變數（特別是相對生產力與價格趨勢）之後，預測均衡匯率。根據這種方式，日本經濟產業研究所的關志雄博士以1978年的人民幣匯率

註① Paul Krugman, "A Theory of Balance of Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 11 (1979), pp. 311~325. Maurice Obstfeld, "Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 1 (1986), pp. 72~81. Maurice Obstfeld, "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features," *European Economic Review*, Vol. 40, No. 3-5 (1996), pp. 1037~1047.

註② Jonathan Anderson, "The Complete RMB Handbook," *Asian Economic Perspectives*, UBS Securities Asia Ltd., October 27, 2003, pp. 10~12.

註③ Jeffrey A. Frankel, "On The Renminbi: The Choice between Adjustments under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate," revised version of the paper presented at the High-Level Seminar on Foreign Exchange System held by the International Monetary Fund and the People's Bank of China, Dalian, China, May 26-27, 2004.

註④ 張志柏，「以相對購買力平價估值人民幣匯率」，*國際金融研究*（北京），2005年6月，頁52~56。

為均衡價，估計人民幣實質有效匯率在 2004 年初貶值了 70 %。中國社會科學院經濟學家齊建國與彭緒庶以 1995 年為基期，估計人民幣匯率在 2004 年初被低估 10-15 %。美國約翰霍普金斯大學的鮑迪樂 (Pieter Bottelier) 教授以 1994 年為估算基期，人民幣實質有效匯率在 2004 年初已經升值 10 %；以 1997 年底為基期，則人民幣實質有效匯率已經貶值 10 %。<sup>⑤</sup>

這項估算的最大困難是如何選定一個匯率均衡點作為預測下階段的均衡值。特別是像中國這樣的轉型經濟，快速經濟自由化與結構變遷使得過去匯率均衡點的選擇非常困難，以致對下階段匯率的估計相對不易。所以，上述四種估算都得到不同的人民幣匯率均衡值，端視不同匯率估算基期的選擇。

國際收支平衡估算法是直接觀察國際收支平衡的趨勢，以判定匯率是否低估或高估。然而，短期的外匯供給受到諸多暫時性因素的影響，特別是投機熱錢流動的影響，所以很難反應實際的均衡趨勢。因此，使用此方法估算匯率時，必須以過去中、長期的國際收支趨勢作為判斷未來中期匯率的標準。2003 年底，美國國際經濟研究所的約翰·威廉森 (John Williamson) 研究員以中國達成經常帳平衡為前提，他評估人民幣匯率被低估 20-25 %。他的同事 Morris Goldstein 和 Nicholas Lardy 及 Fred Bergsten 也估算，在不同的假設下，人民幣匯率應該升值 15-25 %。<sup>⑥</sup> 2004 年初，T. J. Bond, Marcel Kasumovich, Yianos Kontopoulos, Vincent Low 估算，中國貿易權重的人民幣匯率被低估 20 %。<sup>⑦</sup>

### 叁、人民幣匯率調整之爭議

計量經濟模型估計人民幣匯率均衡值被低估 15-25 %，並不表示中國政府便一定會讓人民幣升值那麼多，畢竟經濟模型的估算可能存在誤差與不確定性，而且很多變數的衡量存在主觀的判斷與資料取得的困難。<sup>⑧</sup> 美國托列多大學的張欣教授便指出，根據他的估算，人民幣匯率被低估 22 %，但是人民幣匯率被低估的限度剛好在可以被容忍的低估偏離的邊緣。<sup>⑨</sup> 2004 年中國商品貿易的順差為 320 億美元，服務貿易卻有 120 億美元的逆差，全年經常帳順差大概在 200 億美元左右，只占全部貿易 11,500 億美元總量還不到 2 %，占 GDP 比重也僅有 2 %。因此，中國政府認為人民幣匯率被低

註⑤ 童振源，「邁向開放經濟與全球化的人民幣匯率」，童振源編，*人民幣匯率：經濟與戰略分析*（台北：遠景基金會，2004 年），頁 2。

註⑥ 約翰·威廉森 (John Williamson)，「人民幣匯率與全球貨幣體系」，童振源編，*人民幣匯率*，頁 17~26。

註⑦ T. J. Bond, Marcel Kasumovich, Yianos Kontopoulos, and Vincent Low, "China's FX Regime: Moving the Great Wall," *Merrill Lynch*, March 3, 2004.

註⑧ Steven Dunaway and Xiangming Li, "Estimating China's 'Equilibrium' Real Exchange Rate," *IMF Working Paper*, WP/05/202, October 2005.

註⑨ 張欣，「人民幣是否應該升值？怎麼升值？」，童振源編，*人民幣匯率*，頁 69~78。

估的程度不大。<sup>⑩</sup>

而且，匯率具有多重均衡的特性，如何阻絕投機資金造成「自我實現預言式」的升值，進而降低匯率失衡對宏觀經濟的衝擊，是中國政府相當在意的問題。中國擔心，人民幣升值將會造成更多的投機客匯入熱錢繼續套匯，造成匯率必須持續大幅度調整，所謂的均衡匯率並不是固定的。因此，人民幣匯率可能低估，但是不容易決定均衡匯率的適當水平，容易造成過低或過高的匯率，進而使人民幣匯率必須經常性變動。

再者，是否改變人民幣匯率制度或水平，中國政府還有其他內部經濟的考量，不是根據人民幣均衡匯率做決定。台灣政治大學的童振源教授指出，中國非常擔心通貨緊縮會惡化，希望維持出口競爭力，以便減緩失業壓力與維持社會穩定。<sup>⑪</sup>鮑迪樂教授則從人民幣升值對農業的衝擊角度指出，如果人民幣升值 15-25%，農村地區就會發生不穩定，而這個風險是中國政府所承擔不起的。<sup>⑫</sup>中國非常擔心，人民幣升值會步上日本在 1980 年中期廣場協議日元大幅度升值以來的通貨緊縮、金融體系的問題、與經濟停滯發展的慘痛經驗。

除了經濟面之外，國際政治也是中國決定匯率政策的重要面向。過去二十五年改革期間，中國經濟以平均大約 9% 的速度增長，同時迅速地融入國際經濟體系；目前，中國已經是世界第三大貿易國與第六大經濟實體。透過融入國際經濟體系的全球化進程，中國正逐漸成爲一個開放的經濟體。全球化造成中國與其他經歷經濟整合的國家必須進行相應的經濟結構調整。這個過程會造成國家內部的經濟利益分歧與分配問題，甚至會對部分群體造成絕對的損害。這些都會成爲國內政治運作的標的，藉由國際政治的操作，達成國內政治目標。

鮑迪樂教授便深入分析最近中美經濟關係的爭議，主要是全球化的後果，以及美國本身經濟結構所造成的問題，並不是中國所造成的，更不是人民幣升值所能改變的。人民幣匯率只不過是美國政客對於無法解決國內經濟問題的代罪羔羊。<sup>⑬</sup>美國威斯康辛大學的王建偉教授也強調美國施壓人民幣匯率升值完全是美國國內的政治操作，包括利益團體的運作與政治人物推卸經濟衰退的責任。<sup>⑭</sup>在日本方面，台灣政治大學的李明峻教授則認爲，日本政府鼓噪人民幣升值，其目的在於轉移國內經濟困境的焦點，同時掩飾自己過度干預日圓匯率的真相。<sup>⑮</sup>

在這樣的背景下，中國經濟發展的成功經驗，不僅代表著中國在國際社會的影響力大幅提昇，同時也成爲各國關注的對象，甚至將中國的成功當作是一種國家間實力對比的變動，視中國爲潛在的威脅。中國內部當然有部分人將國際強權要求人民幣升

註⑩ 李文瑜，「周小川：人民幣美元脫鉤 時機未成熟」，*經濟日報*（台北），2005年2月7日，版A6。

註⑪ 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」，童振源編，*人民幣匯率*，頁46~51。

註⑫ 鮑迪樂 (Pieter Bottelier)，「人民幣匯率、中美經濟關係及全球化」，童振源編，*人民幣匯率*，頁142~143。

註⑬ 同前註，頁131~137。

註⑭ 王建偉，「美國對於人民幣升值的壓力與中美關係」，童振源編，*人民幣匯率*，頁97~120。

註⑮ 李明峻，「日本對人民幣匯率升值的思維」，童振源編，*人民幣匯率*，頁149~170。

值當作一種阻撓中國興起的陰謀。不過，中國北京大學的王勇教授強調，中國已經務實理解目前美國及其他國家要求人民幣升值是基於他們的國內政治操作，進而採取較為理性與溫和的回應。<sup>⑥</sup>

然而，全球化也造成國家間的利益相互交錯與依賴，特別是透過對外直接投資的國際分工將國家間的利益緊密結合為一體。基於當前國際貿易、投資與金融的緊密連結關係，張欣教授試圖顛覆中美雙方政府關於人民幣升值的立場：人民幣升值對美國是弊大於利、對中國則是利大於弊，所以美國不應該要求人民幣升值，中國應該主動讓人民幣升值。<sup>⑦</sup>鮑迪樂教授則闡述人民幣升值不會解決美國目前的國內經濟問題，反而會使美國的經濟利益受到傷害。美國目前要求人民幣升值的作法類似保護主義，鮑迪樂教授甚至諷刺，中國未來 30 年可能會取代美國成為全球化的忠實提倡者。<sup>⑧</sup>

王勇教授也表達類似的看法，中國堅持維護一個開放的國際貿易體系。面對詭譎多變的國際經濟與政治情勢，王教授認為人民幣匯率問題正好成為國際經濟互賴及其政治後果的最佳註腳。王教授強調人民幣匯率問題是中國第四代領導班子體現「和平崛起」戰略構想的重要個案。因此，中國希望透過國際協調與共同合作的方式，循序漸進調整人民幣匯率，凸顯國際社會的共同利益與相互依存，藉此說明中國融入國際社會與崛起的本質與方式。<sup>⑨</sup>

面對人民幣升值的內部經濟與國際政治壓力，中國確實感到人民幣升值的強大壓力。不過，解決當前人民幣升值的壓力，並不一定能同時解決人民幣匯率的中、長期問題。中國已經逐漸成為一個開放的經濟體，對外貿易的主要伙伴不止美國，而且資本帳的管制漏洞愈來愈大，匯率的失衡必然直接衝擊國內的貨幣政策。同時，全球化的經濟整合讓彼此的經濟互動更為密切與直接，中國必須考慮一套至少能在中程能夠適當處理國際經濟變動對人民幣匯率衝擊的機制。

就個別國家的匯率制度選擇而言，Jeffrey A. Frankel 強調：「沒有一種匯率制度是對所有國家、在任何時間都適用。」<sup>⑩</sup>匯率制度的選擇必須有堅實的經濟基礎維繫，外力的強求只會增加該國發生金融危機的機率，甚至引爆國際金融危機，1997-1998 年的亞洲金融危機便是最好的例證。

在國際貨幣理論中，有一條「不可能三位一體」（impossible trinity）鐵則，即「國際資本自由移動」、「固定匯率」及「貨幣政策自主權」三者不可能同時存在，任何國家只能擁有其中兩項。<sup>⑪</sup>作為一個大國，中國應該會希望維持「貨幣政策自主權」。在中國持續開放與全球化的情勢下，中國的資本帳也會逐步開放。也就是說，中國的匯率制度應該會逐漸調整為自由浮動。

註⑥ 王勇，「人民幣匯率問題的國際政治戰略影響」，童振源編，*人民幣匯率*，頁 79～96。

註⑦ 張欣，「人民幣是否應該升值？怎麼升值？」，頁 69～78。

註⑧ 鮑迪樂 (Pieter Bottelier)，「人民幣匯率、中美經濟關係及全球化」，頁 144～148。

註⑨ 王勇，「人民幣匯率問題的國際政治戰略影響」，頁 79～96。

註⑩ Jeffrey A. Frankel, "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times," Princeton University, *Essays in International Finance*, No. 215, August 1999.

註⑪ *Ibid.*, pp. 5～7.

長期而言，中國勢必走向自由浮動匯率與開放資本帳的結局。但是，短、中期（可能30-40年以上）而言，中國並不具備採取自由浮動匯率與開放資本帳的經濟條件，因為目前中國沒有適當的匯率避險機制，自由浮動匯率容易造成經濟過度變動的幅度與妨礙國際貿易的進行；同時，中國的金融體制非常不健全，過早開放資本帳，只會造成中國與世界的金融危機。

不過，短期而言，中國必須面對當前的國內經濟與國際政治的情勢而對人民幣匯率體制與匯率水平做出適當的調整。以下便分析中國在過去三年多以來所面臨的國內經濟與國際政治情勢，以具體闡述人民幣匯率體制與水平調整的原因，以及人民幣匯率的未來走勢與國際影響。

#### 肆、中國內部經濟風險擴大

過去三年多，美元對國際主要貨幣大幅貶值，但人民幣卻釘住美元，導致人民幣相對於美元以外的其他貨幣大幅度貶值，一般估計人民幣匯率大約被低估15-20%。這導致投機熱錢大量湧入中國，致使中國外匯存底急速飆高。累計至2001年底，中國外匯存底共有2,122億美元；在2002年一年之中，外匯存底便增加742億美元。從2003年開始，中國每個月平均增加的外匯存底幾乎都超過100億美元；2003年一年之中便增加1,619億美元，2004年一年中增加2,066億美元，幾乎是2001年底以前所有的累計外匯存底總額。2005年前三季，外匯存底再增加1,591億美元，累計外匯存底高達7,690億美元。

特別是，外匯存底增加的趨勢並沒有隨著中國宏觀調控政策的實施而逐漸減少，反而節節攀升。2004年第一季中國外匯存底平均每個月增加122億美元；在第二季開始實施宏觀調控政策之後，第二季中國外匯存底平均每個月增加103億美元，第三季平均每個月增加146億美元，第四季平均每個月增加318億美元。去年底的最後三個月，每個月外匯存底增加額度更是不斷飆高紀錄：10月份為279億美元、11月份為314億美元、12月份為360億美元。今年前三季，每個月增加的外匯存底仍比去年同期增加43%。（見表一）

表一 中國外匯存底增加量：2003~2005年

單位：每月／億美元

時間	2003年 第一季	2003年 第二季	2003年 第三季	2003年 第四季	2004年 第一季	2004年 第二季	2004年 第三季	2004年 第四季	2005年 第一季	2005年 第二季	2005年 第三季
外匯存 底增加 量	102	99	125	215	122	103	146	318	164	173	193

資料來源：中國經濟信息網，〈<http://www1.cei.gov.cn/cedb/>〉，下載日期：2005年8月29日。

更棘手的是，流入中國的外匯很多可能是投機的國際熱錢。中國國際收支帳中的誤差與遺漏項目可以說明熱錢湧入中國的趨勢。在 2002 年以前，中國國際收支帳中的誤差與遺漏項目絕大部分為負的，在 1997 年時甚至高達負 222.5 億美元，表示當時中國資本外逃相當嚴重。然而，2002 年此項目改為 77.9 億美元，2003 年為 184.2 億美元，2004 年為 270.5 億美元，這三年的每年平均增長速度高達 156%，可見國際熱錢湧入中國的速度相當迅速。（見表二）

表二 國際收支的淨誤差與遺漏項目：1982~2005 年

單位：億美元

年份	誤差與遺漏項	年份	誤差與遺漏項
1982	2.8	1994	-97.8
1983	1.8	1995	-178.1
1984	-9.3	1996	-155.7
1985	0.9	1997	-222.5
1986	-8.6	1998	-187.2
1987	-13.7	1999	-177.9
1988	-10.1	2000	-118.9
1989	0.9	2001	-48.6
1990	-31.3	2002	77.9
1991	-67.5	2003	184.2
1992	-82.5	2004	270.5
1993	-98.0		

資料來源：中國國家外匯管理局，<<http://www.safe.gov.cn>>，下載日期：2005 年 11 月 10 日。

中國官方估計，2004 年進入中國境內的國際熱錢至少有一千億美元。<sup>②</sup>如果我們將外匯存底增加量減去外商直接投資中國金額，再減去中國對外貿易餘額的金額，應該可以得到進入中國一個約略的投機熱錢規模。<sup>③</sup>2003 年平均每個月的投機熱錢為 69 億美元，一整年的投機熱錢為 828 億美元。2004 年平均每個月的投機熱錢增加為 95 億美元，一整年的投機熱錢為 1,140 億美元，同比增加 38%。今年前九個月，平均每月的投機熱錢為 52 億美元，累計投機熱錢為 471 億美元，雖然比 2004 年同期少，

註② 王曉伯，「防堵投機客 溫氏放話示警」，*工商時報*（台北），2004 年 12 月 1 日，版 2。王緯中，「人民幣蓄勢待漲 熱錢蠢動」，*中國時報*（台北），2004 年 12 月 2 日，版 A13。徐思佳，「國際遊資狂炒 人民幣升值 投機不動產賭高回報」，*中華工商時報*（北京），2005 年 5 月 13 日。<<http://finance.people.com.cn/GB/1040/3386684.html>>，下載日期：2005 年 5 月 13 日。

註③ 中國對外借款增加會轉成外匯存底，這部分不一定是熱錢。但是，過去三年增加的外債當中，很多是短期外債，可能具有投機的性質。在 2003~2004 年期間，中國外債餘額增加 572 億美元，但是 485 億美元為短期外債，占全部新增外債餘額的 84.8%。由於國際熱錢不容易掌握，這套估算公式所得的熱錢數值與中國官方的估計相距不大，因此這套估算公式應該可以作為估算國際熱錢規模的方式之一。

但與2003年同期相當。(見表三)

表三 進入中國的國際熱錢估計：2003~2005年

單位：億美元/月

年/月	外匯存底增加量	FDI 增加量	貿易餘額	熱錢估計
2003.1	180.5	35.9	-12.0	156.6
2003.2	37.9	39.5	7.4	-9.0
2003.3	77.6	55.4	-4.2	26.4
2003.4	102.8	47.4	10.3	45.1
2003.5	137.7	54.0	22.1	61.6
2003.6	64.2	70.3	21.4	-27.6
2003.7	100.1	31.0	15.9	53.2
2003.8	82.5	33.2	28.0	21.3
2003.9	191.3	35.6	3.1	152.6
2003.10	171.3	33.2	57.4	80.7
2003.11	193.7	36.0	48.7	109.0
2003.12	278.9	63.5	57.3	158.1
2003.1-12	1618.5	535	255.4	828.0
2004.1	124.7	40.8	-0.2	84.1
2004.2	109.2	42.4	-78.7	145.5
2004.3	131.8	57.5	-5.4	79.8
2004.4	92.0	55.5	-22.6	59.0
2004.5	95.4	62.9	21.0	11.5
2004.6	120.8	79.7	18.4	22.7
2004.7	123.4	45.2	20.3	57.9
2004.8	131.9	51.6	44.9	35.4
2004.9	183.7	51.3	49.9	82.4
2004.10	279.1	50.9	71.0	157.2
2004.11	314.4	37.7	99	177.7
2004.12	360.2	30.8	110.8	218.5
2004.1-12	2066	606.3	319.8	1139.9
2005.1	137.5	40.1	64.8	32.6
2005.2	189.6	39.6	46.2	103.8
2005.3	165.3	54.2	57.3	53.8
2005.4	116.3	40.9	45.9	29.5
2005.5	202.4	48.9	89.9	63.6
2005.6	199.6	62.0	96.8	40.8
2005.7	217.6	45.3	103.3	69.0
2005.8	204.8	49.0	102.5	53.3
2005.9	157.9	52.6	81.0	24.3

資料來源：作者自行計算。

註：疑似熱錢=外匯存底增加量 - FDI 增加量 - 貿易餘額



由於中國採取釘住美元的實質固定匯率，中國人民銀行必須收購市場剩餘的外匯，過去兩年多快速積累的外匯存底已經嚴重干擾中國貨幣政策的自主性。從 2003 年 1 月到 2005 年 3 月，中國累計增加的外匯存底金額為 3,237 億美元，累計造成投放基礎貨幣<sup>②</sup>金額為 30,813 億人民幣，此金額又稱為外匯占款。中國政府為了降低對貨幣發行的影響而採取沖銷政策，這期間總共沖銷 23,535 億人民幣。但是在大量沖銷之後，累計增加的外匯存底仍造成基礎貨幣淨投放金額 7,278 億人民幣，占同時期基礎貨幣增加量的 58.4 %。（見表四）

表四 外匯存底增加對基礎貨幣增加的影響

時 間	外匯存底 增加量 (億美元)	票據沖銷 (億人民幣)			基礎貨 幣餘額 <sup>①</sup> (億人民幣)	基礎貨幣 增加量 (億人民幣)
		投放總額	回籠總額	投放淨額		
2003.3	296	1,526	2,290	-1,464	44,113.3	-1,024.9
2003.6	305	2,350	488	2,562	43,206.0	-907.3
2003.9	374	2,629	568	2,061	46,730.4	3,524.4
2003.12	194	3,987	9,840	-5,853	52,841.4	6,111.0
2004.3	365	2,916	2,810	106	50,461.1	-2,380.3
2004.6	308	2,441	168	2,273	51,305.8	844.7
2004.9	439	3,166	10	3,156	53,150.0	1,844.2
2004.12	954	7,575	3,702	3,873	58,856.1	5,706.1
2005.3	492	4,223	3,659	564	57,600.0 <sup>②</sup>	-1,256.1
2003.1-2005.3	3,237	30,813	23,535	7,278	57,600.0	12,461.8

註<sup>①</sup>：2002 年 1 月起，中國人民銀行對「貨幣當局資產負債表」的內容進行了調整，同時採用「儲備貨幣」口徑，並對外公佈。該「儲備貨幣」理論上與基礎貨幣是同一概念，包括中國人民銀行所發行的貨幣、各金融機構在人民銀行的準備金存款、郵政儲蓄存款和機關團體存款。參見中國人民銀行，**中國貨幣政策執行報告：2004 年第一季度**，頁 3~4。

註<sup>②</sup>：為估計值。

資料來源：中國人民銀行，**中國貨幣政策執行報告：2003 年第一季~2005 年第一季**。

中經數據中心，<<http://cei.igroupnet.com.tw/>>，下載日期：2005 年 8 月 29 日。

理論上，受到外匯存底高度衝擊的貨幣政策可能會造成通貨膨脹，但是這種情況卻沒有在中國出現。中國居民消費價格指數（CPI，相當於通貨膨脹率）從 2002 年以後便開始增加，擺脫過去幾年的通貨緊縮陰影，但增加的幅度卻相當有限。2002 年 CPI 增長率平均為負 0.8 %，2003 年 9 月增加為 1.1 %，2004 年 1 月繼續增加到 3.2 %，

註<sup>②</sup> 基礎貨幣，也稱貨幣基數（monetary base），因其具有使貨幣供應總量成倍放大或收縮能力，又被稱為高能貨幣。根據國際貨幣基金會**貨幣與金融統計手冊**（2000 年版）的定義，基礎貨幣包括中央銀行為廣義貨幣和信貸擴張提供支持的各種負債，主要指銀行持有的貨幣（庫存現金）和銀行外的貨幣（流通中的現金），以及銀行和非銀行在貨幣當局的存款。

2004年7-8月維持在5.3%的最高點，隨後便開始迅速下滑到2005年1月的1.9%，6月份為1.6%。（見表五）

事實上，中國CPI快速增加主要是受到食品價格，特別是糧食價格變動的影響。2003年9月食品價格增長率為3.2%，隨後便迅速增長到2004年7月的14.6%；不過，2004年8月以後又開始因為糧食豐收的影響，食品價格增長率迅速下跌，到2005年1月只有4%，6月更降低到2.1%。另外一方面，非食品價格雖然略有提高，但是始終速度非常緩慢，從2004年中以後至今始終維持在1.3%上下。總體而言，從2003年9月到2005年6月，CPI變動與食品價格變動的相關係數高達97.7%。（見表五）

表五 居民消費價格增長率（通貨膨脹率）：2003~2005年

單位：%

時間	通貨膨脹率	食品價格增長率	非食品價格增長率
2003.9	1.1	3.2	0.1
2003.10	1.8	5.1	0.2
2003.11	3.0	8.1	0.4
2004.1	3.2	8.0	0.7
2004.2	2.1	5.6	0.3
2004.3	3.0	7.9	0.5
2004.4	3.8	10.2	0.5
2004.5	4.4	11.8	0.6
2004.6	5.0	14.0	0.6
2004.7	5.3	14.6	0.8
2004.8	5.3	13.9	1.0
2004.9	5.2	13.0	1.3
2004.10	4.3	10.0	1.3
2004.11	2.8	5.9	1.2
2004.12	2.4	n.a.	n.a.
2005.1	1.9	4.0	0.8
2005.2	3.9	8.8	1.4
2005.3	2.7	5.6	1.2
2005.4	1.8	3.1	1.2
2005.5	1.8	2.8	1.2
2005.6	1.6	2.1	1.3

資料來源：中國國家統計局，〈<http://www.stats.gov.cn>〉，下載日期：2005年11月10日。

註：“n.a.”表示資料無法取得。

中國通貨膨脹沒有因為大量外匯存底增加急速惡化，其原因在於中國絕大部分的產業仍處於供過於求的狀態。中國商務部對消費品市場主要商品供求分析報告顯示，2004年下半年中國600種主要商品中，供求基本平衡的有154種，占25.7%，比上半年增加2.7個百分點；供過於求的產品有446種，占74.3%，比上半年減少了2.7個百分點，但沒有供不應求的商品。也就說，絕大部分的產業是處於供過於求、通貨緊縮的狀態，只有極少數的產業是面臨供不應求、通貨膨脹。

低度物價增長率固然給中國政府面對國際收支失衡時擁有較大的迴旋空間，但是也存在一些要命的風險。首先，雖然外匯占款沒有全盤性地造成通貨膨脹，但卻很有可能造成中國經濟失衡與泡沫化。例如，2004年中國房屋銷售價格漲幅達到10.1%，但租賃價格僅僅上漲1.4%，表示這裡面有很大的經濟泡沫成分。今年第一季中國35個主要城市的房屋銷售價格同比上漲高達9.8%，其中八個城市的漲幅超過10%，而上海以19.1%的漲幅在35個城市中排名居首。<sup>⑤</sup>儘管中國國務院多次要求地方政府嚴控房價漲勢過猛，中國房價飆漲與熱錢湧入炒作應該有很大的關係。

再者，進入中國的熱錢很大部分很可能是中國人自己匯入，是過去資本外逃的資金回流，因為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。中國政府很難阻絕這部分的投機資金，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，進一步擴大中國經濟過熱與失衡的憂慮。根據上面對熱錢的約略估計，2003-2004年總共流入中國的熱錢可能高達1,968億美元，相當於2004年中國GDP的11.9%。未來一旦這些熱錢獲利了結匯出中國，將對中國經濟與世界經濟造成嚴重的衝擊。

此外，房價高漲帶動相關的固定資產投資，也造成中國經濟失衡與過熱持續蔓延。今年第一季的城鎮固定資產投資雖然只有增長25.3%，比去年第一季47.8%低很多，但是這是在去年增長47.8%的高水平之上繼續增長，表示今年第一季增長速度相當驚人。上半年的城鎮固定資產投資增長率為27.1%，似乎有從今年初谷底開始增快的趨勢。其中，第一季製造業的固定資產投資增長速度已經較去年同期緩和很多，但是第二季又開始加速投資；房地產固定資產投資增長速度從去年下半年以來便一直維持在28%上下，完全不受宏觀調控政策的影響，直到5月份才稍微下跌。（見表六）

除了經濟失衡與泡沫的風險之外，過去三年中國短期外債增長相當迅速，擴大外債風險。2002年底的外債餘額為1,714億美元，2004年底增加為2,286億美元。相較於2004年底高達6,591億美元的外匯存底，中國的外債風險應該不高。然而，過去三年增加的外債極大部分為短期外債，增加不少金融風險。在2003-2004年期間，中國外債餘額增加572億美元，但是485億美元為短期外債，占全部新增外債餘額的84.8%。

註⑤ 彭志平，「大陸房價勁揚 上海最猛」，工商時報（台北），2005年4月17日，版5。

中國目前面臨的問題不是單純的通貨膨脹壓力，而是更為複雜的經濟失衡與泡沫化的問題，這會產生嚴重的金融風險。雖然中國必須處理匯率失衡所造成的嚴重後遺症，但是中國並沒有迫切的壓力一定要立即調整人民幣匯率體制與水平，這是為何中國可以從2002年撐到今年7月21日才調整匯率的重要原因。即便如此，國際投機客都看到中國國際收支嚴重失衡的情況，以及所造成的中國經濟泡沫化，所以都篤定認為人民幣匯率一定會升值而將熱錢源源不斷匯入中國投機，造成人民幣匯率調整的內部經濟壓力不斷擴大。<sup>⑥</sup>

表六 固定資產投資增長速度：2004年1月年至2005年6月

單位：%

時 間	城鎮固定資產投資	製造業固定資產投資	房地產固定資產投資
2004年1-2月	53.0(100)	98.2(26.0)	43.6(30.6)
1-3月	47.8(100)	75.8(27.2)	38.4(28.0)
1-4月	42.8(100)	65.1(26.8)	33.4(26.4)
1-5月	34.8(100)	51.3(26.3)	30.2(26.1)
1-6月	31.0(100)	42.0(26.5)	28.0(24.8)
1-7月	31.1(100)	41.7(25.9)	28.9(24.3)
1-8月	30.3(100)	40.7(25.9)	28.7(24.6)
1-9月	29.9(100)	41.9(26.2)	28.7(24.7)
1-10月	29.5(100)	40.4(25.8)	28.8(24.2)
1-11月	28.9(100)	39.2(25.7)	29.2(24.2)
1-12月	27.6(100)	n. a.	n. a.
2005年1-2月	24.5(100)	19.8(25.2)	27.2(30.8)
1-3月	25.3(100)	25.6(27.9)	27.8(28.2)
1-4月	25.7(100)	28.8(27.5)	27.8(26.8)
1-5月	26.4(100)	31.7(27.4)	26.6(26.0)
1-6月	27.1(100)	35.1(28.1)	25.3(24.7)
1-7月	27.2(100)	35.1(27.8)	24.8(24.4)
1-8月	27.4(100)	35.7(27.5)	23.9(24.2)
1-9月	27.7(100)	36.1(27.5)	23.6(23.8)

資料來源：中國國家統計局，<<http://www.stats.gov.cn>>，下載日期：2005年11月10日。

註：1. 括弧內的數字為該項投資占全部城鎮固定資產投資的比重。

2. “n.a.”表示資料無法取得。

註⑥ 國際投機客對人民幣升值的預期可以從人民幣無本金交割遠期外匯 (Non-Delivery Forward, NDF) 的匯率趨勢得知。NDF是交易雙方在簽訂買賣貨幣契約時，不需要支付資金憑證或保證金，合約到期時亦不需要交割本金，只需要就雙方議定的匯率與到期時即期匯率間的差額，從事清算並支付的一種交易工具。2003年6月以後，一年期的 NDF 匯率差經常在負0.4左右，也就是說，在一年內人民幣兌美元的匯率預期升值大約5%。

然而，國際政治的壓力可能是逼迫中國政府屈服的關鍵因素。以下便從國際政治的角度分析中國在考慮調整人民幣匯率的因素。

## 伍、國際強權施壓中國升值人民幣

由於 2002 年以來中國積累大量的貿易順差、外匯儲備，同時匯率又嚴重被低估，因此很多國家（特別是美國、日本與歐洲）便開始透過各種場合施壓中國必須讓人民幣適當升值。他們認為中國的匯率制度使得國際貿易不公平、中國製產品廉價傾銷，造成他們對中國的大規模貿易逆差與從中國輸入通貨緊縮。尤其是美國對中國存在大幅貿易逆差與多項貿易糾紛的情形下，美國對中國施加非常大的壓力。

2003 年 2 月底，日本財相鹽川正十郎在經濟合作與發展組織（OECD）七國集團會議上提案，要求通過協議逼迫人民幣升值。在 8 月初於菲律賓舉行的東南亞國協（ASEAN）加三會議上，鹽川正十郎再次要求中國財政部長讓人民幣升值。9 月初，鹽川正十郎在會晤美國財長史諾（John Snow）時，重申反對人民幣釘住美元，要求北京讓人民幣自由浮動。同時，日本與美國發表共同聲明，「要求中國擴大人民幣匯率變動幅度，以促使人民幣實質升值。」<sup>⑳</sup>

在歐洲方面，從 2002 年初至 2004 年初，歐元兌美元的匯率上漲幅度將近 40%，人民幣也等同對歐元貶值四成，這對歐盟企業造成極大的壓力。因此，自 2003 年 7 月以來，歐洲央行行長與歐洲多位財長都已經多次要求中國要放寬人民幣匯率浮動的區間，以讓人民幣適當升值。歐洲委員會主席普羅迪更直接批判「中國的人民幣政策為新保護主義。」<sup>㉑</sup>

美國是對中國人民幣升值施壓力道最大的國家。根據美國的統計，2002 年美國對中國的貿易逆差高達 1,030 億美元，2003 年為 1,240 億美元，2004 年更進一步擴大到 1,620 億美元。自 2000 年開始，中國便是美國最大的貿易逆差來源，2003-2004 年時占美國全部貿易逆差比重大約四分之一。隨著中國低價產品湧入美國，美國製造業與部分政治人物的反彈聲浪愈來愈大。

在 2003 年 5 月的 G8 財長會議中，美國財長史諾首次提出人民幣升值的問題。6 月以後，他在很多公開場合提及中國政府「確實在」考慮放寬人民幣波動區間，美國「鼓勵」這樣的作法。9 月初，史諾到中國訪問時，直接施壓北京放寬人民幣匯率浮動區間與推動貿易自由化。2004 年 1 月 21 日，美國總統布希更直接點名批判中國的貿易與貨幣政策，要求中國「必須處理他們的貨幣問題」。<sup>㉒</sup>

註⑳ 連僑偉，「人民幣保衛戰中國貿易政策預期多項讓步」，*工商時報*（台北），2003 年 9 月 3 日，版 2。

註㉑ 邱輝龍，「G7 將要求人民幣擴大波動幅度」，*中國時報*（台北），2003 年 9 月 16 日，版 B2。

註㉒ US White House, "President Discusses Job Training and the Economy in Ohio," *US White House*, January, 21, 2004, <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2004/01/20040121-2.html>, accessed on January, 21, 2004.

2004年美國對中國的貿易逆差高達1,620億美元，美國行政部門、國會與勞工團體普遍指責，人民幣匯率被嚴重低估，造成雙邊貿易不公平，以致形成嚴重的貿易逆差。因此，今年4月7日美國參議院通過一項美國參議員舒默（Charles Schumer）和葛拉漢（Lindsey Graham）共同提議的決議，要求人民幣在半年內升值，否則中國出口到美國的全部商品將可能面臨27.5%的懲罰性關稅，而且預計在7月27日以前表決這項法案。同時，美國眾議員杭特（Duncan Hunter）也提案，將外國政府對匯率的操縱當作是一種出口補貼，據此美國政府可以採取進口關稅以抵銷外國的出口補貼效應。緊接著，布希總統、財政部長都直接挑明，「現在」是中國讓人民幣匯率更加彈性、升值的時候。<sup>⑩</sup>

另一方面，國際金融機構也呼籲中國匯率制度最好做出調整。世界銀行在4月27日發表的《中國經濟季報》當中表示，從長期來看，中國若能加大匯率制度彈性，將有助於貨幣政策能夠更加符合國內政策目標。<sup>⑪</sup>5月3日，亞洲開發銀行總裁黑田東彥呼籲中國應逐步採取更彈性的匯率機制，現在「人民幣沒有理由再釘住美元」。<sup>⑫</sup>

5月17日，美國財政部公布半年度的匯率報告，雖然沒有將中國列為貨幣操縱國，但是該份報告表示將給予中國六個月寬限的觀察期，半年後如果人民幣未升值，就準備將中國列為匯率操縱國的名單。6月23日，22位美國眾議員連署提案，要求美國財政部在六十天內，就人民幣匯率政策進行審查，如有證據中國政府對匯率進行操縱，之後的三十天內將對中國進口施加懲罰性關稅。不過，在與美國財政部溝通之後，舒默和葛拉漢決定推遲人民幣問題的立法投票，以便讓美國財政部施壓中國政府做出人民幣匯率調整的讓步。<sup>⑬</sup>

面對接踵而來的國際壓力，中國政府不斷強調中國經濟情勢是決定人民幣匯率的首要考量，不會在國際壓力下升值人民幣，以維持國家的尊嚴。在2003年7月的第五屆亞歐經濟部長會議上，中國商務部長呂福源表示：「中國自身經濟情勢是中國決定人民幣匯率的首要考量，其他國家的建議與關心只是次要的。」<sup>⑭</sup>2004年11月底，中國總理溫家寶在參加東南亞國協年會時提出人民幣升值的三項條件，包括中國的穩定宏觀經濟條件與健康的金融體系、匯率變動對中國經濟及社會產生的衝擊及對周邊國家乃至世界的影響。今年3月中旬，溫家寶在記者會上強調，中國不會迫於外界壓力令人民幣升值。<sup>⑮</sup>

註⑩ 「布希敦促中國實行浮動匯率制」，華爾街日報（中文版），2005年4月15日，< <http://www.chinatown.com.au/finance/newsArticle.asp?newsfinanceID=23943> >，下載日期：2005年11月10日。李鑄龍，「要求人民幣升值 G7 態度轉硬」，工商時報（台北），2005年4月18日，版5。

註⑪ 王茂臻，「世銀：大陸今年經濟成長率8.3%」，經濟日報（台北），2005年4月28日，版A9。

註⑫ 林聰毅，「中共應採彈性匯率」，經濟日報（台北），2005年5月4日，版A5。

註⑬ Edward Alden and Andrew Balls, "Snow Urges China to Show Flexibility by Widening Renminbi Band," *Financial Times* (London), November 4, 2005, p. 6.

註⑭ 王茂臻，「中共商務部長呂福源：人民幣維持穩定」，經濟日報（台北），2003年7月25日，版11。

註⑮ 白德華，「中共總理重申『越炒作人民幣匯率越不會變動』」，中國時報（台北），2005年3月15日，版A5。

今年初，中國人民銀行行長周小川曾強調，人民幣匯率政策的調整必須考慮幾個方面的因素，但完全不提國際壓力：一是要有一個穩定的宏觀經濟環境、健全的市場機制和健康的金融體系；二是要有正確的改革方案，有利於人民幣匯率在合理均衡的水準上保持基本穩定；三是要考慮其對地區及全球經濟的影響。<sup>⑤</sup>但是到了四月下旬，周小川卻改口說：「改革人民幣匯率既要考慮內部改革的壓力，也要顧及國際壓力。如果外在壓力增強，會迫使我們加快改革步調。」<sup>⑥</sup>這顯示，中國政府逐步調整態度，願意正面回應國際政治的壓力。

面對國際投機客與國際政治的龐大壓力，中國政府選擇在7月下旬改變匯率體制與升值應該具有下列特別考量：當時美元對歐元與日圓均走強，人民幣匯率與美元脫鉤，將降低人民幣必須對非美元貨幣升值的壓力。同時，人民幣升值也可以降低中美貿易糾紛的衝突，並為中國國家主席胡錦濤於九月份前往美國訪問創造良好的氣氛。

## 陸、人民幣匯率未來走勢與國際影響

從國際經濟的角度而言，7月21日人民幣微幅升值無法解決中國國際收支的鉅額失衡。中國經常帳盈餘占國民生產毛額（GDP）的比例在2003年為3%，2004年為4%。2005年上半年貿易順差已經超過2004年的總額，今年前八個月的貿易順差已經將近去年同期的二倍，預計今年經常帳盈餘可能高達GDP的6%。過去兩年，外匯存底積累占GDP的比例為11-12%，今年很可能高達16%。<sup>⑦</sup>

中國目前的外匯存底僅次於日本，為全世界第二高，但是今年底可能超越日本，將會引起國際投機客的注意而使國際熱錢進一步轉移到中國。根據中國官方的統計，近年來，中國人民銀行通過外匯占款的方式投放的基礎貨幣已占基礎貨幣總量的90%，致使中國貨幣政策的獨立性遭到嚴重的挑戰。<sup>⑧</sup>特別是，今年上半年，外匯存底增加造成基礎貨幣投放增量幾乎是去年的兩倍，對中國貨幣政策的壓力相當大。<sup>⑨</sup>

在國際政治方面，過去中國政府不斷聲明絕對不會屈服於國際政治的壓力，但是此次人民幣升值已經讓這樣的說法不可信，所以美國行政部門與國會一定會加強對中國政府施壓人民幣升值。美國參議員舒默和葛拉漢在七月底重申，若中國不進一步調整人民幣匯率，他們將如期在十一月提出法案，向中國所有進口貨品徵收27.5%的懲

註⑤ 李文瑜，「周小川：人民幣美元脫鉤時機未成熟」，*經濟日報*（台北），2005年2月7日，版A6。「周小川表示人民幣匯率沒有被大幅低估」，*中證網*（北京），2005年2月16日，[http://www.cs.com.cn/sylm/04/t20050216\\_586953.htm](http://www.cs.com.cn/sylm/04/t20050216_586953.htm)，下載日期：2005年2月16日。

註⑥ 郭瑋瑋，「周小川鬆口 人民幣可能提前鬆綁」，*經濟日報*（台北），2005年4月25日，版A1。

註⑦ Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy, "China's Revaluation Shows Size Really Matters," *Financial Times*, July 22, 2005.

註⑧ 田俊榮，「人民幣改革是自身需求自主決定」，*人民日報*（北京），2005年7月26日，<<http://finance.people.com.cn/GB/3569175.html>>，下載日期：2005年7月26日。

註⑨ 文榕，「人民幣『新低』與匯改增速」，*FT中文網*，2005年8月10日，<<http://www.ftchinese.com/sc/index.jsp>>，下載日期：2005年11月10日。

罰性關稅。<sup>④</sup>

9月14日，美國布希總統在與中國胡錦濤國家主席會面時，再次敦促中國採取更有彈性的匯率政策。特別是，8月份美國對中國的貿易逆差高達100億美元，比去年同期激增32%。美國財政部官員便警告中國政府：「保護主義者的壓力真的存在，除了和卡翠娜颶風相關的法案外，現在國會裡最熱門的法案莫過於和中國相關的法案。」<sup>⑤</sup>面對布希總統的要求與美國國會的壓力，胡錦濤主席強調，中國不追求對美國貿易的龐大順差，「我們願意和美國合作，努力解決雙邊貿易的不均衡。」<sup>⑥</sup>

在七大工業國家(G7)財長會議召開前，9月23日中國宣布擴大非美元貨幣兌人民幣匯率的浮動區間，由前一日收盤價上下浮動1.5%，放寬為3%，而且強調中國將繼續完善人民幣匯率形成機制的改革，藉此緩和各國要求人民幣升值的壓力。因此，G7在其公報中刪除過去一年半來持續出現的施壓人民幣升值的字句。

10月11日，美國財政部長史諾在前往中國訪問前夕，公開要求中國政府必須以具體行動確保匯率制度改革之立場，否則中國政府將被認定為「貨幣操縱者」而受到貿易報復。<sup>⑦</sup>事實上，為了化解美國的貿易制裁，10月7日中國人民銀行行長周小川已經表示，鑑於貿易順差迅猛增長，中國有必要重新分析人民幣匯率的均衡價值。他表示，過去5年(2000-2004年)，中國平均商品與服務貿易順差占GDP比例為2%，所以人民幣匯率在7月份升值2.1%。但中國今年前九個月的貿易順差達到683億美元，為去年全年總額的兩倍有餘。他因此強調，人民幣均衡匯率應該重新估算。<sup>⑧</sup>

就在10月13日抵達中國訪問時，史諾強調，中國應該讓人民幣匯率更快速地升值以避免美國的貿易報復；但是中國財長金人慶卻反擊說，中國不會屈服於外國要求人民幣加速升值的壓力。但在中美聯合經濟委員會召開之後，史諾表示，中國正在「嚴肅認真、全力以赴」，為走向更靈活的匯率制度鋪平道路。同時，在史諾與金人慶發表的聯合聲明中，中國承諾「加強目前有管理的浮動匯率制度中市場力量的作用」，促使匯率更具彈性。<sup>⑨</sup>

事實上，在會見中國國家主席胡錦濤、國務院總理溫家寶、周小川與金人慶時，史諾強烈向他們表達希望在布希總統於11月18日訪問中國之前中國政府能夠讓人民幣第二次升值。<sup>⑩</sup>此外，11月初美國國會「美中經濟安全審查委員會」正式公布年度

註① 徐秀美，「再提升人民幣 美議員鐵了心」，*工商時報*（台北），2005年7月30日，版7。

註② 廖玉玲，「人民幣升值裏小角 美國又跳腳」，*經濟日報*（台北），2005年9月15日，版A2。

註③ 郭瑋瑋，「布希會胡錦濤 促人民幣更彈性」，*經濟日報*（台北），2005年9月15日，版A1。

註④ 余慕蕪，「人民幣壓力空前！」，*工商時報*（台北），2005年10月12日，版A7。

註⑤ 「中國央行行長呼籲鼓勵內需以縮小貿易順差」，*華爾街日報*（中文版），2005年10月7日，<<http://www.cfatestcenter.com.cn/tests/news/news051008a.htm>>，下載日期：2005年11月10日。

註⑥ 「中國向美國保證將放鬆匯率管制」，*華爾街日報*（中文版），2005年10月18日，<<http://chinese.wsj.com/big5/20051018/bch085935.asp?page=>>>，下載日期：2005年10月18日。

註⑦ Andrew Balls and Richard McGregor, "China Pressed by US to Revalue Currency," *Financial Times* (London), October 28, 2005, p. 8.



報告，明確指出中國政府人為操縱匯率，造成不公平貿易競爭，要求美國財政部在即將出爐的年度匯率報告中，將中國列為貨幣操縱國，啟動兩國雙邊談判，或對其進口品課徵懲罰性關稅。可見美國政府對中國施壓力道是前所未有的規模。

最近中美貿易的情勢恐怕將加劇中國政府升值人民幣匯率的壓力。美國9月單月的貿易逆差創歷史新高，達到661億美元，而美國對中國的貿易逆差也達到歷史新高的201億美元。此外，中國在10月單月的貿易順差創歷史新高，突破800億美元，較去年同期大幅增加145%。預計今年中國貿易順差總額可能超過1,000億美元，遠高於2003年與2004年的255億美元與327億美元。

中國政府正在逐步回應美國的壓力，而且外國壓力一直是中國考量人民幣匯率的重要因素。10月初，中國人民銀行貨幣政策委員余永定便曾公開表示，希望西方國家給中國多一點時間評估與調整匯率。而且，他預期人民幣匯率政策將進一步調整，從長期來看，人民幣升值是「不可避免的」。<sup>⑧</sup>11月4日，周小川在一場演講中強調，中國經濟有足夠的靈活性去適應更自由地兌換人民幣。在評估人民幣均衡匯率時，他批評中國經濟學家採用「非常簡化的模式」，這些模式「低估了出口彈性、入口彈性和整體國內和國際經濟的彈性」。<sup>⑨</sup>周小川的說法正試圖降低國內對人民幣升值的反彈聲浪，並且以國內經濟為合理化人民幣可能繼續升值的理由，避免被認為中國政府屈服於國際壓力。

人民幣匯率的初步調整可能會連帶強化日圓及許多東亞貨幣的匯率，因為這些貨幣匯率之前都因為人民幣匯率被低估而不願率先升值。其次，中國從各國進口的產品將會增加，中國的勞力密集出口產品（例如電子與紡織品）將會減少。第三，東亞各國也將因為他們自己貨幣升值的結果而影響出口。第四，生產勞力密集產品的發展中國家將會獲利。第五，出口到中國的跨國公司與以中國內銷市場為主的外商將獲利。第六，以外銷為主的中國外商出口將受到衝擊。

人民幣匯率體制變動與升值也將對台灣與台商帶來立即的影響。首先，台幣很可能會持續隨著人民幣升值而面對緩步升值的壓力，而且湧入台灣投機套利的熱錢可能也會不少。其次，台灣對中國的出口可能會增加，但是對其他國家的出口可能會略有負面影響。第三，對兩頭在外（原材料與半成品從外進口，以及成品以出口為主）的中國台商影響不大，對當地取得原材料與出口為主的台商將造成最負面的影響，對其他類型台商的影響應該視他們進口的原材料來源與市場取向而定。第四，由於人民幣升值的傳言已久，所以台商一般都已經採取一定的匯率避險措施，人民幣初步升值對台商的影響應該不至於太大。不過，如果人民幣將持續升值，台商宜提早做好匯率避險措施與分散風險的全球佈局。

面對人民幣匯率變動的趨勢，台灣中央銀行應密切注意熱錢湧入台灣的情勢與適當調節匯率，避免因為熱錢的投機行為而使台幣匯率過度變動與對金融穩定造成的衝

註⑧ 王茂臻，「人行委員：人民幣升值將不可避免」，*經濟日報*（台北），2005年10月25日，版A6。

註⑨ 「人民幣可能再升值」，*中國時報*（台北），2005年11月6日，版A13。

擊。其次，經濟部、陸委會與海基會應提供台灣企業與中國台商人民幣匯率變動趨勢的分析，並且積極協助企業進行匯率避險。

## 柒、結 論

由於中國在國際經濟與戰略地位的竄升，使得人民幣匯率變動摻雜很多國際經濟與政治的考量。溯本追源，這項議題始自中國經濟的開放與全球化的快速進展。時至今日，中國已經無法再以過去的匯率水平與制度來處理當前中國與國際經濟迅速變遷的局勢。如果中國無法迅速回應新的局勢，中國經濟發展的風險將與時俱增。

再者，全球化與複雜國際分工的結果導致國際利益的交錯與互賴。人民幣匯率的變化對任何國家（包括台灣在內）而言，沒有絕對的利與弊，一切都必須從共同利益的角度來衡量，因為中國在國際分工中同時提供勞力與市場。這是一個新的時代，必須以新的視野審慎客觀看待人民幣匯率的問題。

長期而言，中國經濟逐漸與世界經濟整合，中國勢必走向自由浮動匯率與開放資本帳的結局。但是，短、中期（可能30-40年以上）而言，中國都不具備採取自由浮動匯率與開放資本帳的經濟條件，因為目前中國沒有適當的匯率避險機制，自由浮動匯率容易造成經濟過度變動的幅度與妨礙國際貿易的進行；同時，中國的金融體制非常不健全，過早開放資本帳，只會造成中國與世界的經濟危機。不過，中國政府必須面對中國已經逐漸成爲一個開放的經濟體，貿易的主要伙伴不止是美國，而且資本帳的管制漏洞愈來愈大的經濟現實，必須逐步對人民幣匯率體制與水平做出適當調整，以避免內部經濟風險的擴大。

綜合來看，此次人民幣匯率體制變動與升值應該是人民幣匯率長期逐漸升值的第一步。在中國經濟快速增長的前提下，人民幣匯率持續升值本來就是在經濟發展過程中經常發生的現象。如今，在國際熱錢持續湧入中國與中國對外貿易衝突持續擴大的情勢下，中國政府爲了維持內部貨幣政策的自主性、避免經濟失衡與泡沫化持續惡化、與緩和國際政治壓力，人民幣很可能會繼續升值。爲了減緩匯率驟升對未來經濟成長的衝擊，中國政府的可能作法是緩步調升匯率，人民幣匯率可能在最近2、3年，每年升值大約5%。<sup>⑤</sup>

今年中以來，中國政府的多項訊息似乎也印證人民幣匯率可能透過放寬匯率浮動區間及由市場供需主導繼續升值的可能性。7月28日，中國人民銀行副行長吳曉靈指出，今後人民幣匯率將由「市場供需機制」決定，因而不要指望中國人民銀行會控制

---

註⑤ 今（2005）年7月21日人民幣升值2%以後，幾乎所有的外匯銀行分析報告都一致認爲人民幣升值仍處於起步階段，到今年底升值幅度從5-11%都有可能，平均估計的升值幅度爲6%，達到7.65人民幣兌1美元。廖玉玲，「分析師斷言 還有5%到11%升值空間」，*經濟日報*（台北），2005年7月23日，版A4。廖玉玲，「外銀不改初衷 14家看多人民幣一年內升至7.65元」，*經濟日報*（台北），2005年7月28日，版A2。

匯率的漲跌。<sup>⑤</sup> 8月4日，在第二季「中國貨幣政策執行報告」中，中國人民銀行表示將根據市場狀況和經濟金融情勢，「適時調整匯率浮動空間」。<sup>⑥</sup> 8月15日，中國發展與改革委員會建議，中國應適時放寬人民幣匯率浮動空間，如將匯率浮動控制在2%內。<sup>⑦</sup> 8月29日，周小川強調市場力量對人民幣匯率的變動將扮演愈來愈重要的角色。<sup>⑧</sup> 9月9日，中國人民銀行行長助理馬德倫表示，人民幣是否再度升值將由市場供需決定，不再依賴行政調整。<sup>⑨</sup>

不過，中國緩步調升人民幣匯率的作法可能無法解決當前匯率失衡壓力，特別是，可能造成國際投機客持續將大量熱錢匯入中國，同時美國政府將對中國政府持續施壓，更進一步增加人民幣匯率調整的壓力。在未來很長一段時間，人民幣匯率問題恐怕會持續困擾中國政府，而且也會是非常熱門的國際政治經濟話題。

\* \* \*

（收件：94年8月2日，接受：94年9月16日）

註⑤ 徐秀美，「吳曉靈：不要指望人行控制匯率漲跌」，*工商時報*（台北），2005年7月29日，版7。

註⑥ 中國人民銀行貨幣政策分析小組，*中國貨幣政策執行報告：2005年第二季*（北京：中國人民銀行，2005），頁11。

註⑦ 王茂臻，「人民幣再創新高」，*經濟日報*（台北），2005年8月16日，版A8。

註⑧ 劉煥彥，「周小川：市場對人民幣越來越重要」，*經濟日報*（台北），2005年8月30日，版A9。

註⑨ 賀靜萍，「人行：人民幣不再官式調升」，*經濟日報*（台北），2005年9月10日，版A6。

# The International Political Economic Analysis of the Renminbi Exchange Rate

*Chen-yuan Tung*

Assistant Professor

Sun Yat-Sen Graduate Institute of Social Sciences and Humanities  
National Chengchi University

## Abstract

With the rise of China's international economic and strategic status, the revaluation of the Chinese Renminbi exchange rate involves many factors of international economy and politics. From the perspective of international political economy, this paper analyzes the estimates of the Renminbi equilibrium exchange rate, the debates on the revaluation of the Renminbi exchange rate, the exacerbation of China's internal economic risk, international political pressure on China for the Renminbi revaluation, as well as the prospect of the Renminbi exchange rate and the impact on regional economies. This paper concludes that because the Chinese government would like to maintain internal monetary autonomy, avoid further deterioration of economic imbalance and bubble, and respond to international political pressure, the change of the Renminbi exchange rate regime and mild revaluation on July 21, 2005 might be the first step of a gradual long-term appreciation of the Renminbi exchange rate.

**Keywords:** Renminbi exchange rate; international political economy; equilibrium exchange rate; exchange rate regime; international hot money

## 參考文獻

- 「人民幣可能再升值」，《中國時報》（台北），2005年11月6日，版A13。
- 「中國央行行長呼籲鼓勵內需以縮小貿易順差」，《華爾街日報》（中文版），2005年10月7日，<<http://www.cfatestcenter.com.cn/tests/news/news051008a.htm>>。
- 「中國向美國保證將放鬆匯率管制」，《華爾街日報》（中文版），10月18日，<<http://chinese.wsj.com/big5/20051018/bch085935.asp?page=>>>。
- 中國人民銀行（2005），《中國貨幣政策執行報告：2003年第一季~2005年第二季》，北京：中國人民銀行。
- 文榕（2005），「人民幣『新低』與匯改增速」，《FT中文網》，8月10日，<<http://www.ftchinese.com/sc/index.jsp>>。
- 王茂臻（2003），「中共商務部長呂福源：人民幣續維持穩定」，《經濟日報》（台北），7月25日，版11。
- 王茂臻（2005），「世銀：大陸今年經濟成長率8.3%」，《經濟日報》（台北），4月28日，版A9。
- 王茂臻（2005），「人民幣再創新高」，《經濟日報》（台北），8月16日，版A8。
- 王茂臻（2005），「人行委員：人民幣升值將不可避免」，《經濟日報》（台北），10月25日，版A6。
- 王綽中（2004），「人民幣蓄勢待漲 熱錢蠢動」，《中國時報》（台北），12月2日，版A13。
- 王曉伯（2004），「防堵投機客 溫氏放話示警」，《工商時報》（台北），12月1日，版2。
- 白德華（2005），「中共總理重申『越炒作人民幣匯率越不會變動』」，《中國時報》（台北），3月15日，版A5。
- 「周小川表示人民幣匯率沒有被大幅低估」，《中證網》（北京），2005年2月16日，<[http://www.cs.com.cn/sylm/04/t20050216\\_586953.htm](http://www.cs.com.cn/sylm/04/t20050216_586953.htm)>。
- 田俊榮（2005），「人民幣改革是自身需求自主決定」，《人民日報》（北京），7月26日，<<http://finance.people.com.cn/GB/3569175.html>>。
- 余慕薌（2005），「人民幣壓力空前！」，《工商時報》（台北），10月12日，版A7。
- 李文瑜（2005），「周小川：人民幣美元脫鉤 時機未成熟」，《經濟日報》（台北），2月7日，版A6。
- 李鑄龍（2005），「要求人民幣升值G7態度轉硬」，《工商時報》（台北），4月18日，版5。
- 林聰毅（2005），「中共應採彈性匯率」，《經濟日報》（台北），5月4日，版A5。
- 邱輝龍（2003），「G7將要求人民幣擴大波動幅度」，《中國時報》（台北），9月16日，版B2。

- 徐秀美 (2005), 「吳曉靈：不要指望人行控制匯率漲跌」, 《工商時報》(台北), 7月29日, 版7。
- 徐秀美 (2005), 「再促升人民幣美議員鐵了心」, 《工商時報》(台北), 7月30日, 版7。
- 徐思佳 (2005), 「國際遊資狂炒人民幣升值 投機不動產賭高額回報」, 《中華工商時報》(北京), 5月13日, < <http://finance.people.com.cn/GB/1040/3386684.html> >。
- 連雋偉 (2003), 「人民幣保衛戰 中國貿易政策預期多項讓步」, 《工商時報》(台北), 9月3日, 版2。
- 郭瑋瑋 (2005), 「周小川鬆口 人民幣可能提前鬆綁」, 《經濟日報》(台北), 4月25日, 版A1。
- 郭瑋瑋 (2005), 「布希會胡錦濤 促人民幣更彈性」, 《經濟日報》(台北), 9月15日, 版A1。
- 張志柏 (2005), 「以相對購買力平價估值人民幣匯率」, 《國際金融研究》(北京), 6月, 52-56。
- 童振源編 (2004), 《人民幣匯率：經濟與戰略分析》, 台北：遠景基金會。
- 彭志平 (2005), 「大陸房價勁揚 上海最猛」, 《工商時報》(台北), 4月17日, 版5。
- 賀靜萍 (2005), 「人行：人民幣不再官式調升」, 《經濟日報》, 9月10日, 版A6。
- 「布希敦促中國實行浮動匯率制」, 《華爾街日報》(中文版), 2005年4月15日, <http://www.chinatown.com.au/finance/newsArticle.asp?newsfinanceID=23943>, 下載日期11月10日。
- 廖玉玲 (2005), 「分析師斷言 還有5%到11%升值空間」, 《經濟日報》(台北), 7月23日, 版A4。
- 廖玉玲 (2005), 「外銀不改初衷 14家看多人民幣一年內升至7.65元」, 《經濟日報》(台北), 7月28日, 版A2。
- 廖玉玲 (2005), 「人民幣升值裏小角 美國又跳腳」, 《經濟日報》(台北), 9月15日, 版A2。
- 劉煥彥 (2005), 「周小川：市場對人民幣越來越重要」, 《經濟日報》(台北), 8月30日, 版A9。
- Alden, Edward and Andrew Balls (2005), "Snow Urges China to Show Flexibility by Widening Renminbi Band," *Financial Times* (London), 4, 6.
- Anderson, Jonathan (2003), "The Complete RMB Handbook," *Asian Economic Perspectives*, UBS Securities Asia Ltd., October 27.
- Balls, Andrew and Richard McGregor (2005), "China Pressed by US to Revalue

- Currency,” *Financial Times* (London), October 28, 8.
- Bond, T.J., Marcel Kasumovich, Yianos Kontopoulos, and Vincent Low (2004), “China’s FX Regime: Moving the Great Wall,” *Merrill Lynch*, March 3.
- Dunaway, Steven and Xiangming Li (2005), “Estimating China’s ‘Equilibrium’ Real Exchange Rate,” *IMF Working Paper*, WP/05/202, October.
- Frankel, Jeffrey A. (1999), “No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times,” *Essays in International Finance*, 215 (August) Princeton University.
- (2004), “On The Renminbi: The Choice between Adjustments under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate,” revised version of the paper presented at the High-Level Seminar on Foreign Exchange System held by the International Monetary Fund and the People’s Bank of China, Dalian, China, May 26-27.
- Goldstein, Morris and Nicholas R. Lardy (2005), “China’s Revaluation Shows Size Really Matters,” *Financial Times*, July 22.
- Krugman, P. R. (1979), “A Theory of Balance of Payments Crises,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 311-25.
- Obstfeld, Maurice (1986), “Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises,” *American Economic Review*, 76: 1, 72-81.
- (1996), “Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features,” *European Economic Review*, 40: 3-5, 1037-1047.
- “President Discusses Job Training and the Economy in Ohio,” *US White House*, January, 21, 2004, <<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2004/01/20040121-2.html>>.