

# 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

經濟日報 9 版

2004 年 3 月 19 日

在國際貨幣理論中，有一條「不可能三位一體」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。由於全球資本市場逐漸整合，事實上每個經濟體的匯率制度選項已經縮小到必須選擇「固定匯率」或「貨幣政策自主權」兩者其中之一，以避免國際投機客對匯率的攻擊。

由於未開放資本帳管制，所以中國理論上應該可以同時擁有貨幣政策自主權與維持固定匯率。在 2003 年以前，中國採取實質固定匯率制度並沒有出現太大的問題。然而，經濟不斷擴大對外開放，使得中國對於資本帳管制的漏洞愈來愈大。在國際收支平衡表中，錯誤與遺漏的數額一直相當大，表示很多外匯能夠規避國家管制，轉移到中國境外；當然，這些錢未來也可以移轉回中國。2003 年預估大約有 500 億美元熱錢湧入中國。

中國資本管制漏洞不斷擴大，正逐漸撼動中國當前維持在 1 美元兌換 8.28 人民幣的固定匯率制度，造成中國失去貨幣政策的自主權。因此，中國應當考量適當放寬浮動的區間，以逐漸適應國際資本市場整合的趨勢。長期而言，在中國完全開放資本帳管制之後，中國便可逐步達成人民幣匯率自由浮動與維持貨幣自主權的目標。

其次，因為美元相對其他國際主要貨幣在這兩年大幅走貶，導致人民幣匯率被嚴重低估，進而引發很多熱錢湧入中國。要解決這項外部經濟的失衡，中國應當同時採取兩項步驟：第一，人民幣應當立即升值 10-15%（一般估計人民幣低估的下限），同時在新的匯率基準點上維持實質固定匯率，直到下一次匯率被嚴重低估。第二，將人民幣從釘住美元，改為釘住主要貿易伙伴貨幣的一籃子貨幣，使得人民幣可以適當反應相對於主要貿易伙伴貨幣的均衡匯率，降低市場對人民幣匯率未來可能失衡的投機舉措，同時降低人民幣匯率必須一再調整的需要。

如果中國沒有讓人民幣充分升值，國際資本（特別是投機資金）淨流入與外匯儲備大幅增加仍將持續，以致中國推行貨幣政策的困難。同時，中國必須說服市場參與者：人民幣升值已經完成，而不是第一步；而且，匯率的形成機制是合理的，人民幣匯率不會在短期內再造成失衡。中國緩慢升值人民幣的方式只會吸引更多投機資金湧入中國，導致中國內部與外部經濟失衡繼續擴大，造成人民幣升值的更大壓力，特別是會造成嚴重的金融體系風險。

中國擔憂人民幣升值將造成通貨緊縮惡化與出口競爭力減弱，其實這些都是操心過度。將近 50%的中國貿易為加工貿易，而且國內工資與原物料只占出口的 30-50%，再加上其他亞洲貨幣可能會隨著升值，所以人民幣升值對中國通貨緊縮與出口競爭力的影響將會非常小。

本摘要全文即將出版於：童振源 主編，《人民幣匯率：經濟與戰略分析》（台北：兩岸交流遠景基金會，2004 年 3 月）。