

2004年人民幣匯率的 走勢及變化

- 香港理工大學中國商業中心講座

- 2004年2月28日

- 曾澍基

- 香港浸會大學經濟系教授

- www.hkbu.edu.hk/~sktsang

大綱

- (1) 中國近來的金融與經濟變動
- (2) 人民幣升值壓力與匯率政策
- (3) 中國對人民幣升壓的回應
- (4) 2004年人民幣匯率的展望

(1) 中國近來的金融與經濟變動

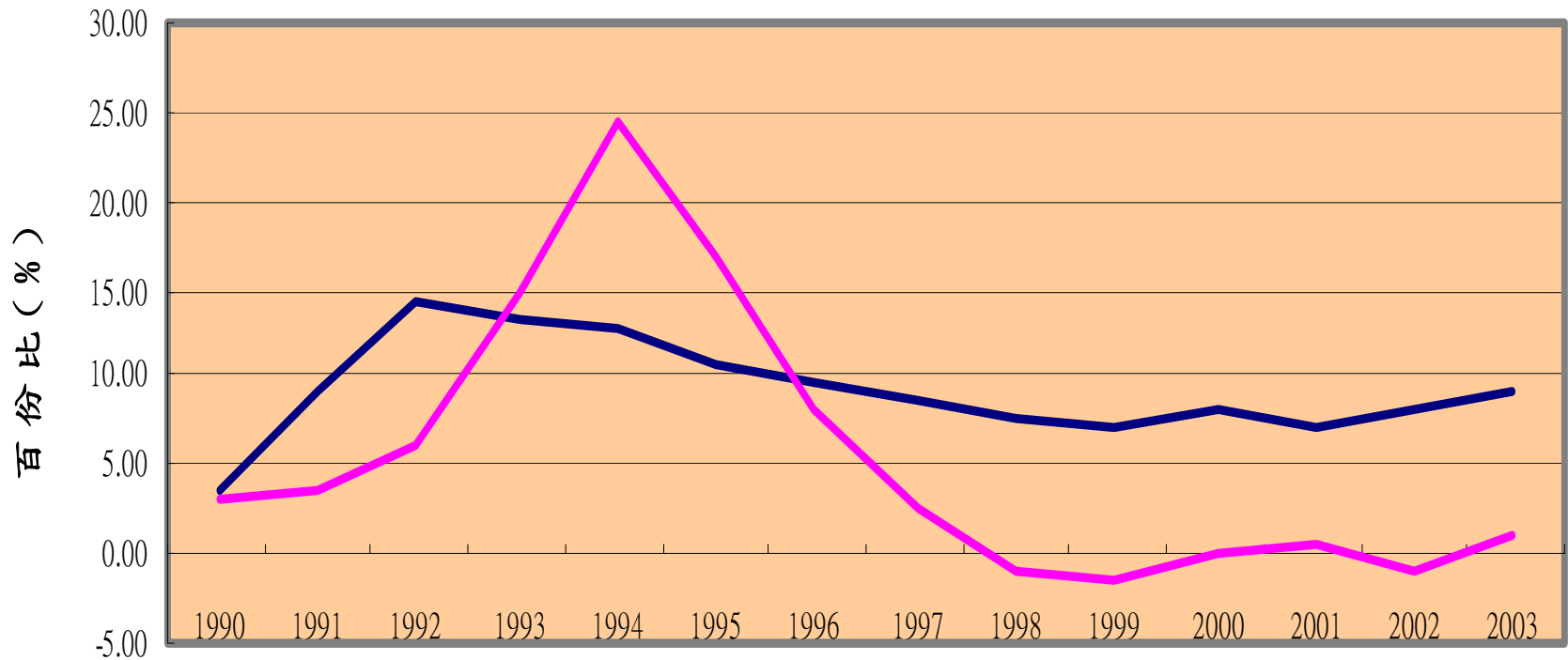
- 雖有SARS負面影響，大陸2003年GDP升9.1%，超出預期，亦是1997年之後的最高實質增長率。
- 經過幾年通縮，2003年內地的居民消費價格總水平上漲1.2%。同年1-11月份累計，全國工業品出廠價格比去年同期平均上漲2.3%；全年生產資料價格總水平比上年上漲8.1%。
- 通脹的勢頭及後繼力頗令人注目。

(1) 中國近來的金融與經濟變動

- 2004年1月份，全國居民消費價格總水平比去年同月上漲3.2%，其中城市上漲2.5%，農村上漲4.4%。與去年12月份比，全國居民消費價格總水平上漲1.1%。
- 2004年1月份，全國工業品價格承接去年的上漲勢頭，繼續以較大幅度上漲。與去年同月相比，工業品出廠價格上漲3.5%，原材料、燃料、動力購進價格上漲7.4%。

中國的經濟增長與通脹

— GDP實質增長率 — 消費物價指數

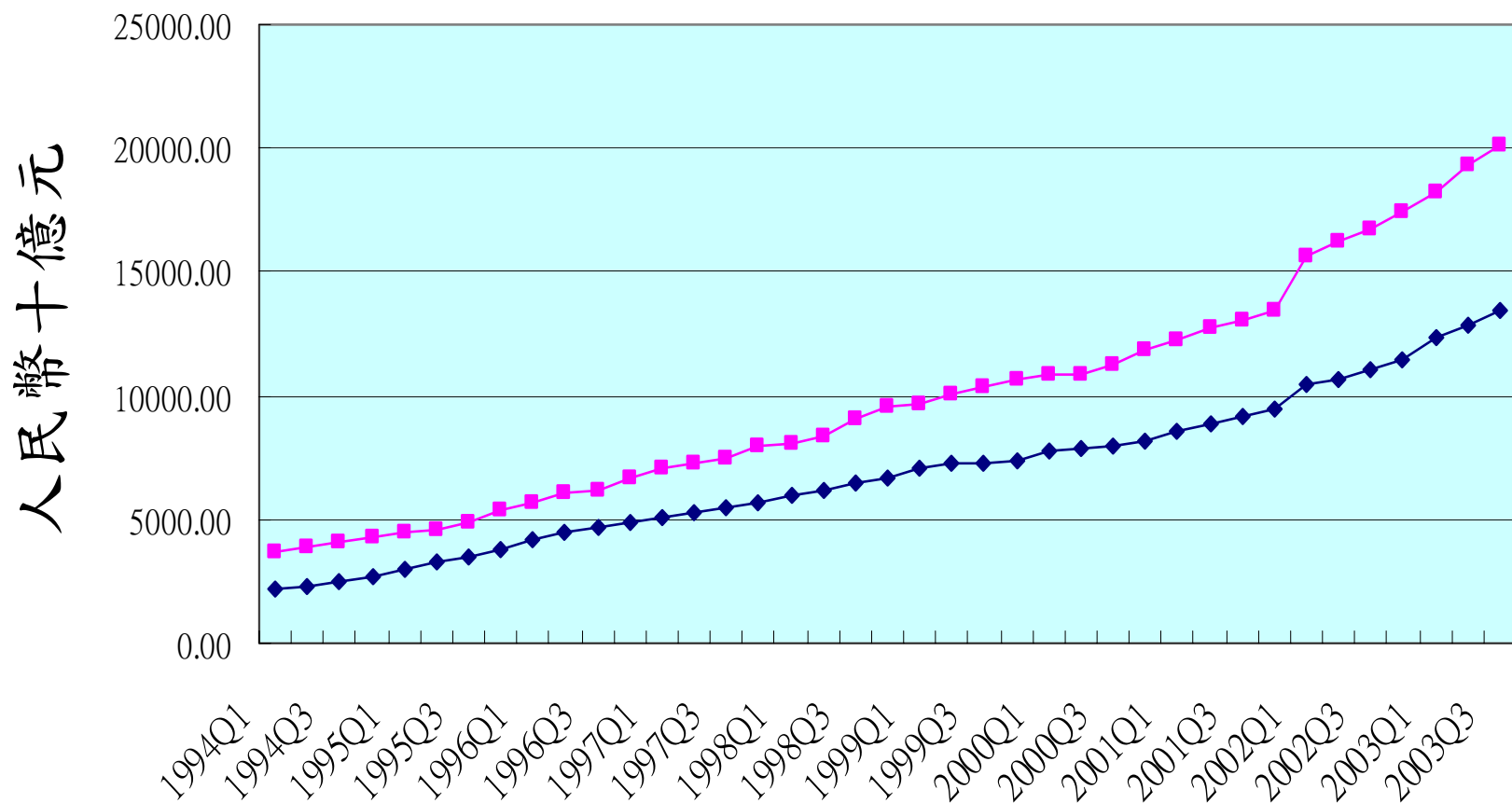


(1) 中國近來的金融與經濟變動

- 貨幣信貸大幅增加。全年金融機構各項貸款增加2.77萬億元，比上年多增9177億元。金融機構各項存款增加3.72萬億元，多增9399億元；其中居民儲蓄存款增加1.7萬億元，多增3398億元。年末貨幣供應量M0、M1、M2分別增長14.3%、18.7%和19.6%，增幅分別比上年增加4.1%、1.9%和2.8%。
- 外資大量湧入，2003年外商直接投資的協議額超越了1993年鄧旋風所產生的高峰。

中國貨幣供應及貸款

◆ M2 ■ 貸款

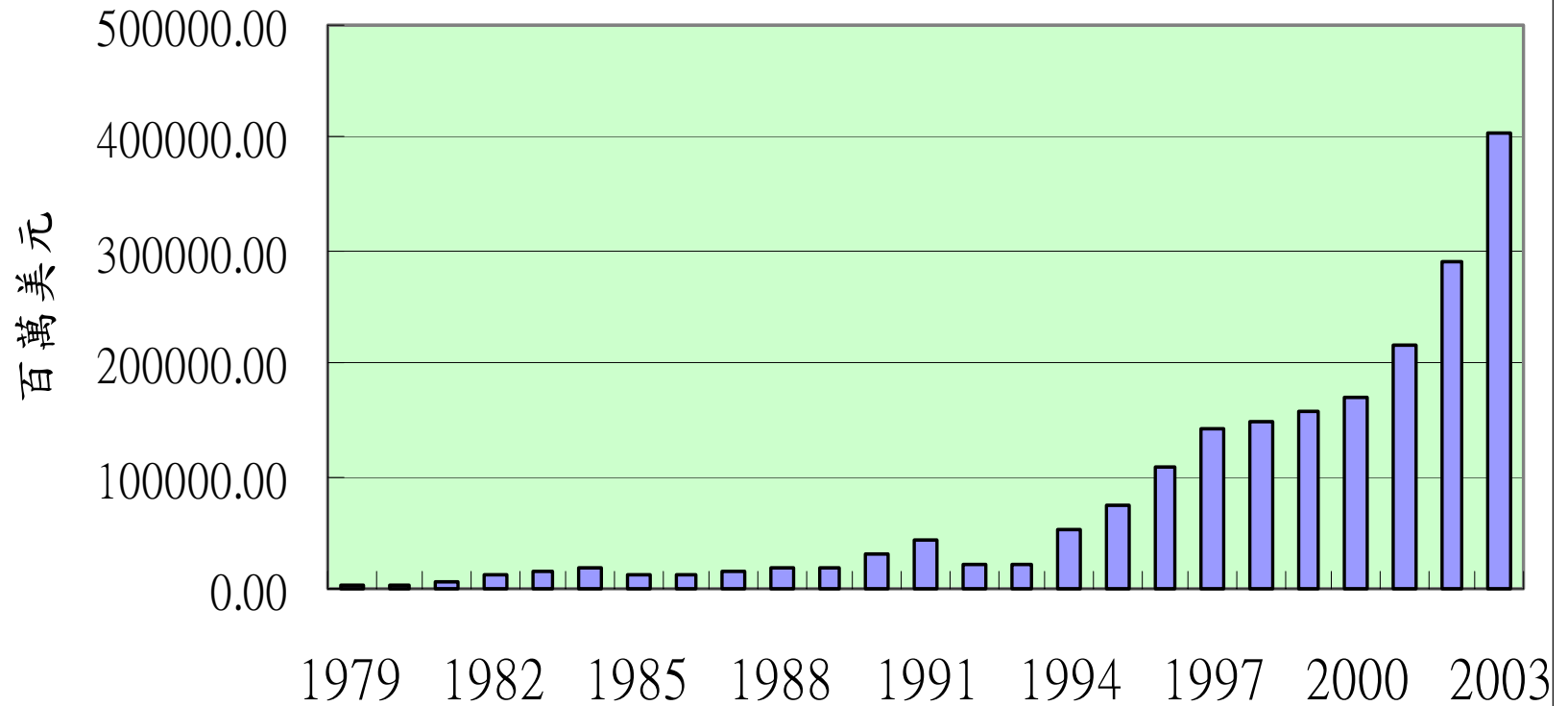


中國吸收外資的狀況

單位：十億美元 Unit: US\$ billion

年份 Year	外商直接投資協議額	外商直接投資實際利用額
1979-83	7.742	1.802
1984	2.651	1.258
1985	5.932	1.661
1986	2.834	1.874
1987	3.709	2.314
1988	5.297	3.194
1989	5.600	3.392
1990	6.596	3.487
1991	11.977	4.366
1992	58.124	11.007
1993	111.436	27.515
1994	82.680	33.767
1995	91.282	37.521
1996	73.276	41.726
1997	51.004	45.257
1998	52.102	45.463
1999	41.223	40.319
2000	62.380	40.715
2001	69.195	46.878
2002	82.768	52.743
2003	115.070	53.505

中國的外匯儲備



(1) 中國近來的金融與經濟變動

- 「國際經濟環境寬鬆、國內增長動力充沛、自主發展能力強勁。越來越多的人認為，2004年中國經濟仍將保持可觀的增長速度。但是，在樂觀的同時，農民收入增長緩慢、就業困難、能源供應緊張、部分行業過熱等新老問題交織在一起，正在成爲發展的障礙，需要認真而大膽地處置。」（「2004年中國經濟：前景看好、問題堪憂、注重微調」，新華網，2004-01-29）

(2) 人民幣升值壓力與匯率政策(外部考慮)

- 目前，人民幣升值的壓力，主要來自美國，其次是部份歐洲國家。
- 整體來說，中國大陸的貿易順差根本不算大，而且不久可能變成逆差。
- 美國進入競選年，政治因素發揮作用，製造業針對中國的廉價貨品。美國的對外逆差及淨負債不斷擴大，矛頭亦指向中國。

(2) 人民幣升值壓力與匯率政策(內部考慮)

- 一部份經濟學家認為，中國經濟出現過熱，主要原因是外資流入，但人民幣匯率却固定，中國人民銀行作為央行干預外匯市場買入美元，沽出人民幣，結果引致貨幣供應上升。
- 解決方法之一，應把人民幣升值，因為它有助減低進口貨價壓力，以及資本流入，使貨幣供應升速放緩。

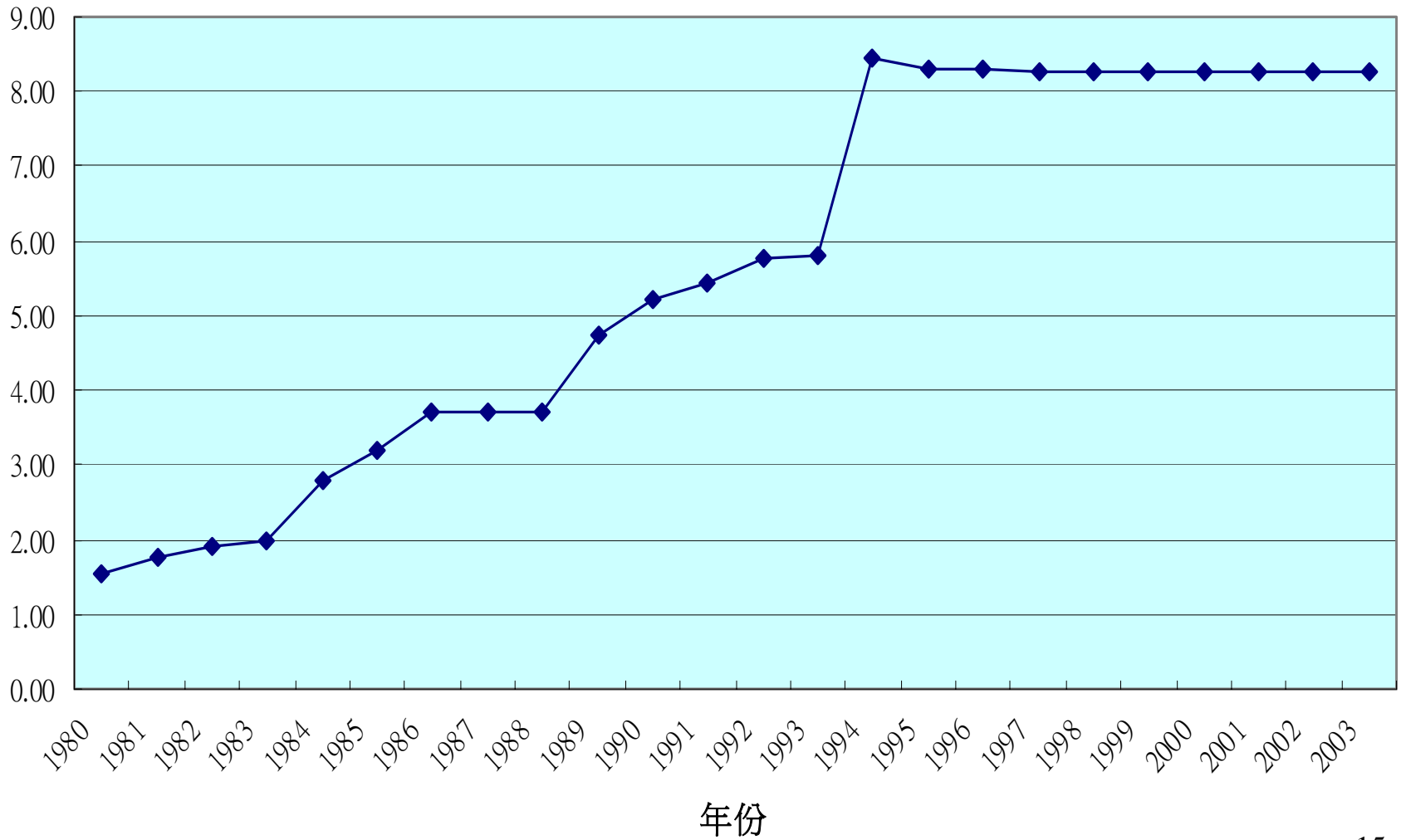
(2) 人民幣升值壓力與匯率政策

- 問題是美國貿易逆差有深層因素，而對中國的逆差只佔整體的1/4左右；人民幣兌美元就算顯著升值，對美國也幫助不大。
- 中國內部經濟過熱勢頭頗猛，但結構不平衡，未來部份行業可能因投資過度出現供過於求，使經濟回落。
- 中國各個經濟部門對匯率的反應彈性不一，部份偏低，匯率政策作為宏觀政策工具，效率不高。

(3) 中國對人民幣升壓的回應 (近年考慮)

- 人民幣匯率改革前高估，改革後大幅向低調整，有利出口和吸引外資(有關改革進程，可參考我另一簡介“內地及香港的匯率制度與經濟發展”：
- www.hkbu.edu.hk/~sktsang/Tsang_031205.pdf
- 1994年至今的軟掛鉤則方便外資的穩定流入，以及金融市場(中國最弱的一環)的發展。長期資本市場需要相對穩定的匯率及利率環境，以克服發展中國家的所謂「原罪」(original sin)問題。

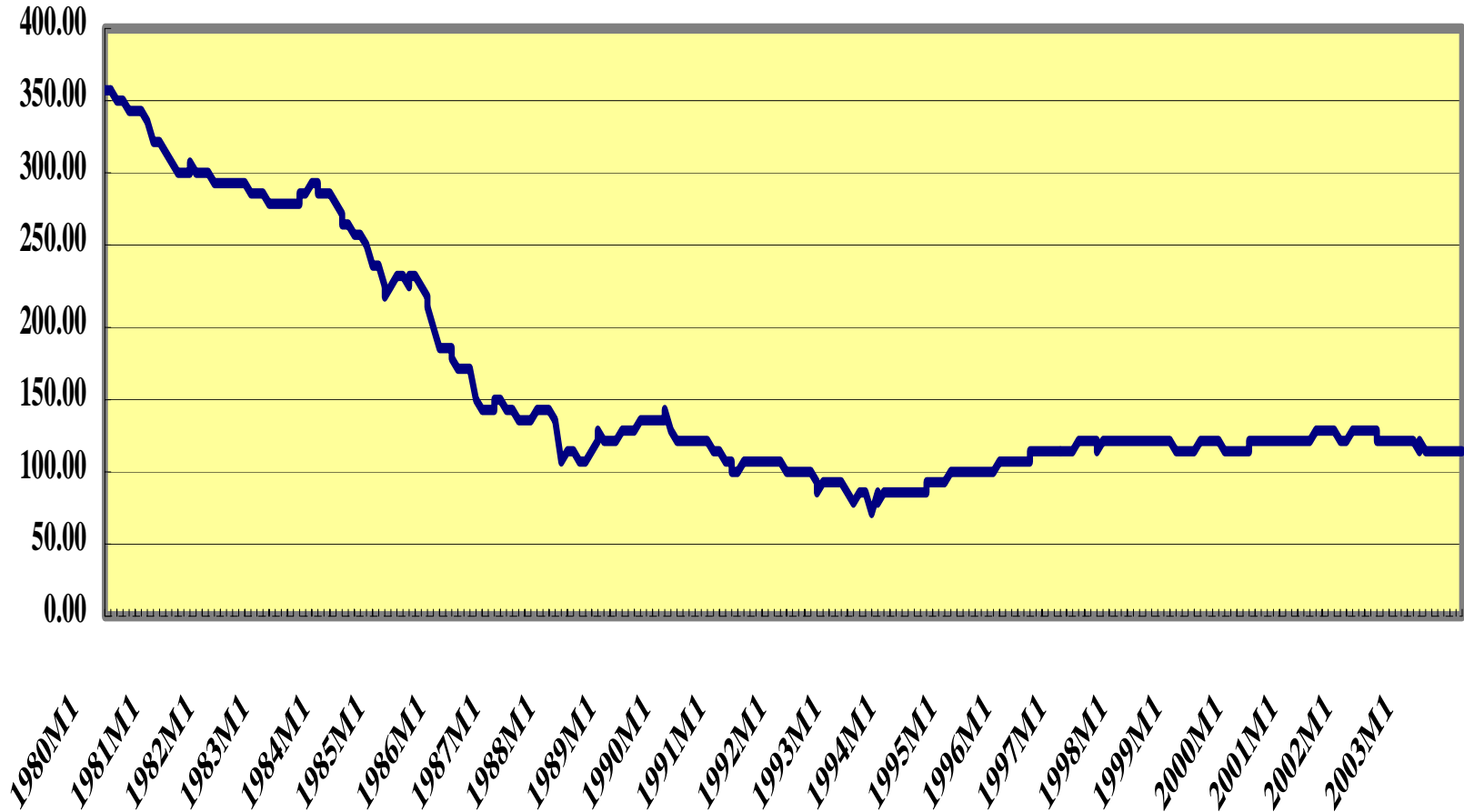
人民幣兌美元年均匯率



(3) 中國對人民幣升壓的回應 (近年考慮)

- 1997-98東亞金融風暴時，人民幣沒有跟隨其他貨幣貶值，替國際金融穩定作出了貢獻。根據IMF的統計數值，自1994年人民幣按實質匯率指數升值了約40%，2002年後始隨美元弱勢而下降。
- 中國外匯儲備全球第二大，其實不算太多，而且大部份投資於美元資產——出現所謂左手入右手出的問題。

人民幣月份實質有效匯率指數



(3) 中國對人民幣升壓的回應 (未來考慮)

- 內地外匯制度改革方向與目標其實十分明顯：
 - (1) 資本項目可兌換以至人民幣完全自由兌換；
 - (2) 匯率決定由行政轉向市場供求或宏觀政策。
- 問題是改革的速度、次序與套配措施等細節。
- 改革並非賽跑——越快越好，請參考我與其他學者和作者合著的一篇文章 **“The Full Convertibility of Renminbi: Sequencing and Influence”**, HKIMR Working Paper No.9/2002, **Hong Kong Institute for Monetary Research, April 2002**)。

(3) 中國對人民幣升壓的回應 (未來考慮)

- 高速增長背後，內地經濟面對兩大主要難題：
(1) 就業；(2) 金融改革與發展。要有效處理它們，匯率最好不要出現太大波動(特別是大幅升值)。
- (1) 就業：農民大量轉移；中國變成世界工廠，須保將競爭力。
- (2) 金融改革與發展：
 - 銀行壞帳與資金外流；
 - 証券(股票及債券)市場的發展。

(3) 中國對人民幣升壓的回應 (未來考慮)

- 中國於1999年成立四家資產管理公司(AMCs): 信達、長城、東方、華融來處置銀行不良貸款。
- AMCs收購了14000億元呆壞貸款之後，四大國有商業銀行的不良貸款問題依然持續，2003年底仍達16000億元。四大銀行在醞釀上市，但它們的資本充足率和不良貸款比率並不合乎國際要求。按官方數字，四行的平均不良貸款比率2003年底為16.8%。

(3) 中國對人民幣升壓的回應 (未來考慮)

- 因此，內地對國有銀行進行注資。2004年1月初中國政府公布，已運用外匯儲備向中國銀行與中國建設銀行各注資225億美元；而有報導謂中國農業銀行及中國工商銀行亦可能分別於2006年前獲注資350億美元和400億美元；果如是，總額會達1200億美元。
- 2003年底，中國的外匯儲備為4032.5億美元。

(3) 中國對人民幣升壓的回應 (未來考慮)

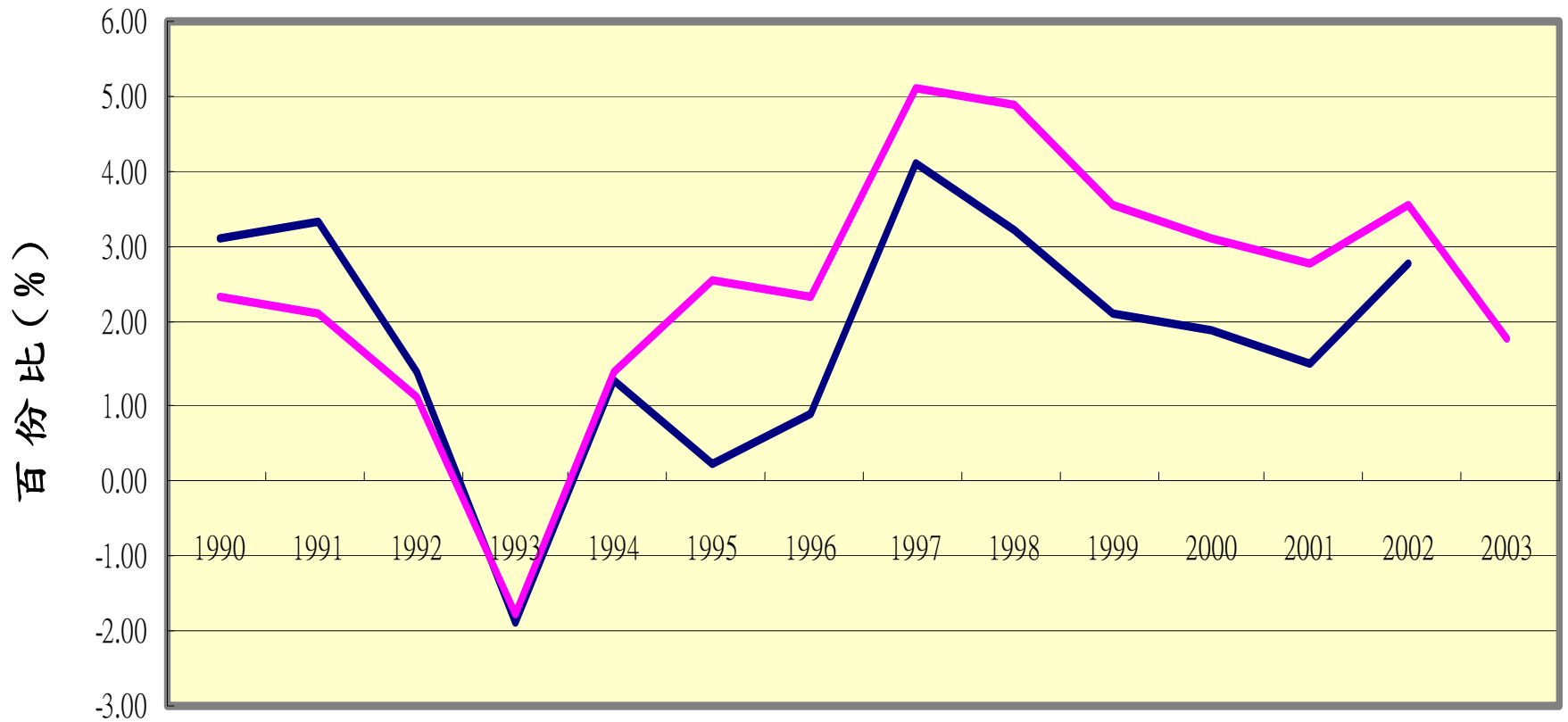
- 與美國的矛盾受政治因素影響。純經濟來看，人民幣升值弊多於利。
- 中國的經常項目順差(current account surplus)佔生產總值的比率2001年為1.5%，2002年為2.9%，都不算大；而2003年比率應會下跌。目前，中國超過一半的出口源自外資企業。
- 中國對美國有貿易順差，但近幾年對其他大部份貿易伙伴都出現逆差(中國對美國以外的全球根本就逆差)；而2002年美國對中國的逆差只佔它總體逆差的22%，這點是總統首席經濟顧問N. Gregory Mankiw也承認的。

(3) 中國對人民幣升壓的回應 (未來考慮)

- 據美國商務部2月13日公佈，2003年美國貿易逆差達到記錄的4894億美元，比上年增加了17.1%。其中進口（包括商品和服務，下同）達1萬5千億美元再創新紀錄，比上年增長8.3%；出口1萬億美元，比上年增長4.6%，是自2000年以來的最好表現。2003年中美貿易逆差接近1240億美元，為歷史最高水準，中國是美國第一大貿易逆差來源地，但比率仍只為25.3%。
- 更且，以最近趨勢來看，中國對外貿易不久可能出現持續整體逆差。

中國的對外貿易

經常項目 / GDP 貿易順逆差 / GDP



(3) 中國對人民幣升壓的回應 (未來考慮)

- 2004年1月份中國外貿進出口總值為714·5億美元，比2003年1月增長17.5%。其中，出口357.1億美元，進口357.4億美元，同比分別增長19.8%和15.2%。2004年1月貿易逆差為0.3億美元。(去年12月出口480.6億美元，進口423.4億元，貿易順差57.2億美元。)自然，短時期的數字受季節及其他因素影響，不能作準，情況有待觀察。

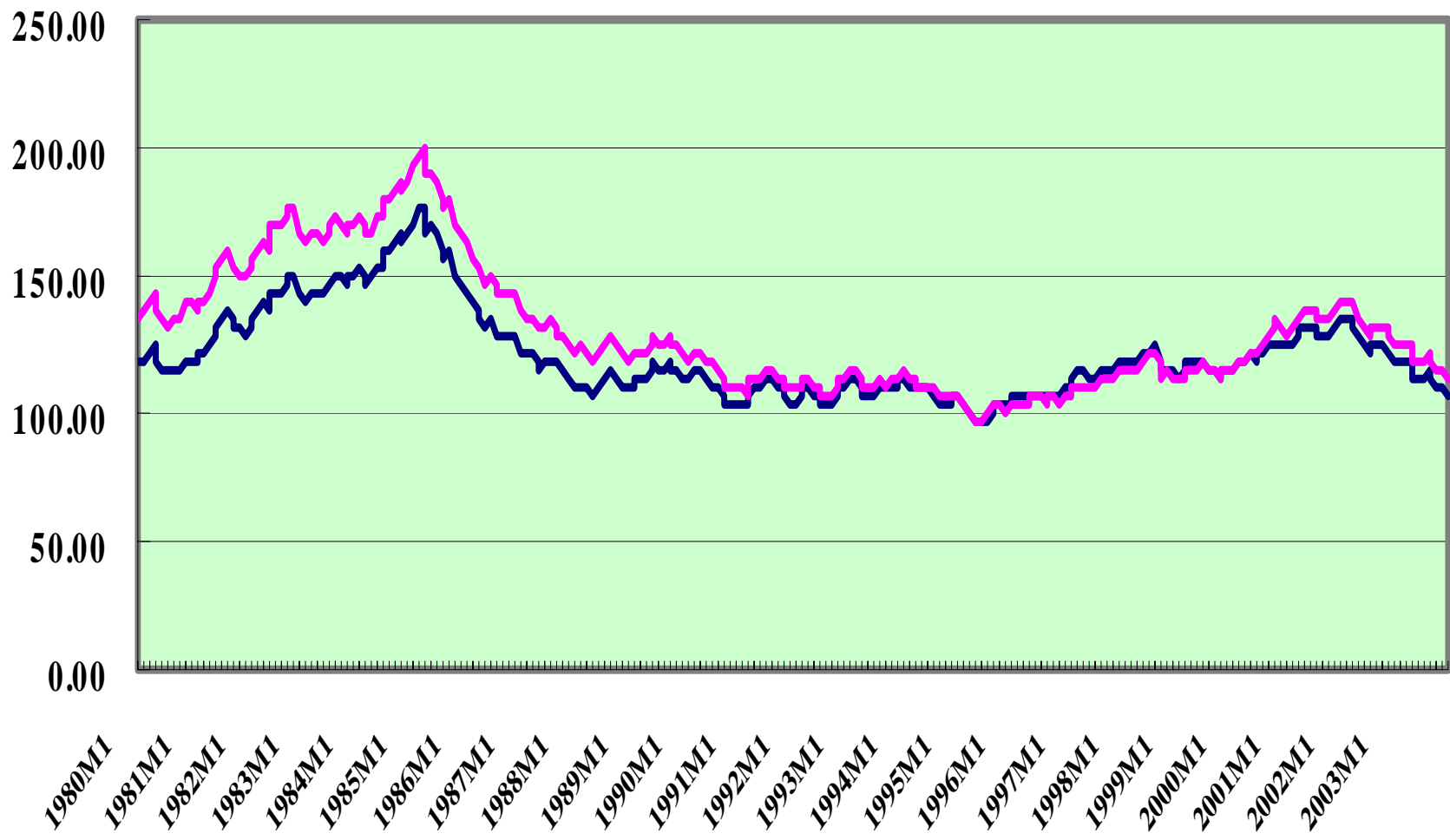
(3) 中國對人民幣升壓的回應 (美元問題)

- 美國經濟的外在不平衡基本上並非由中國造成。它源於美國1990年代的擴張性宏觀政策以及新經濟泡沫的爆破。
- 另一深層因素，是以美元為主導的國際金融制度在美元本位制(The Dollar Standard)於1970年初崩潰後，缺乏紀律，致令美國可以長期依靠外來資金。
- 實際上，美國對外經濟愈趨失衡，經常項目逆差擴大，2002年等如GDP的4.8%，是個歷史紀錄，2003年看來又再惡化。

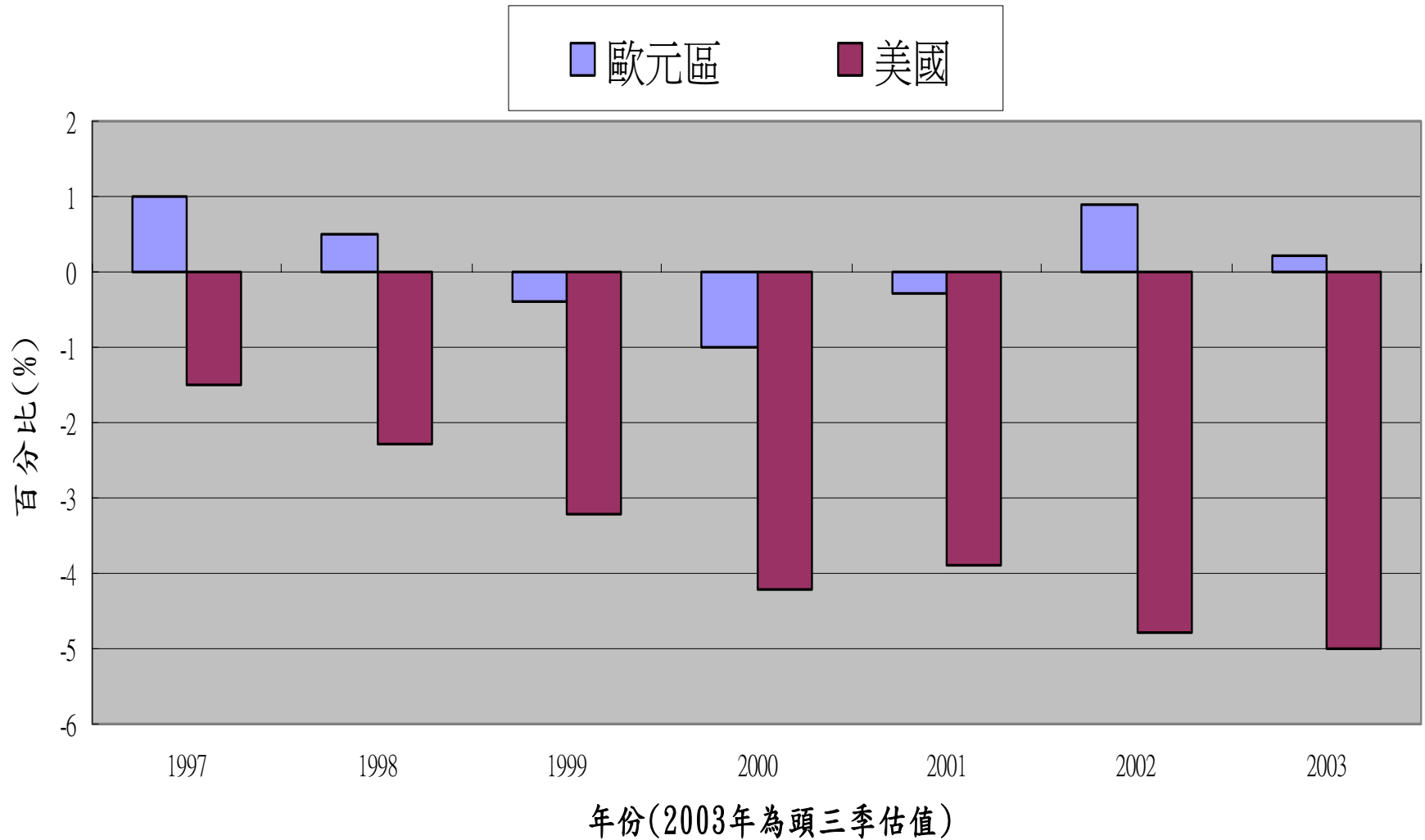
(3) 中國對人民幣升壓的回應 (美元問題)

- 美國20世紀80年代由全球的債主變為欠債者，國際負資產(負債)不斷膨脹，現時乃世界上最大的欠債國。在布殊減稅的情況下，財政盈餘迅速變成龐大赤字，內部其他債務又在攀升。若不改善，這將危及美元的地位。從這角度來看，現實是美元的弱勢，多於歐元、日元、澳紐加元、以至黃金的強勢。
- 換言之，人民幣升值雖然缺乏經濟理據，但政治壓力看來不容易消失。

美元月份匯率指數



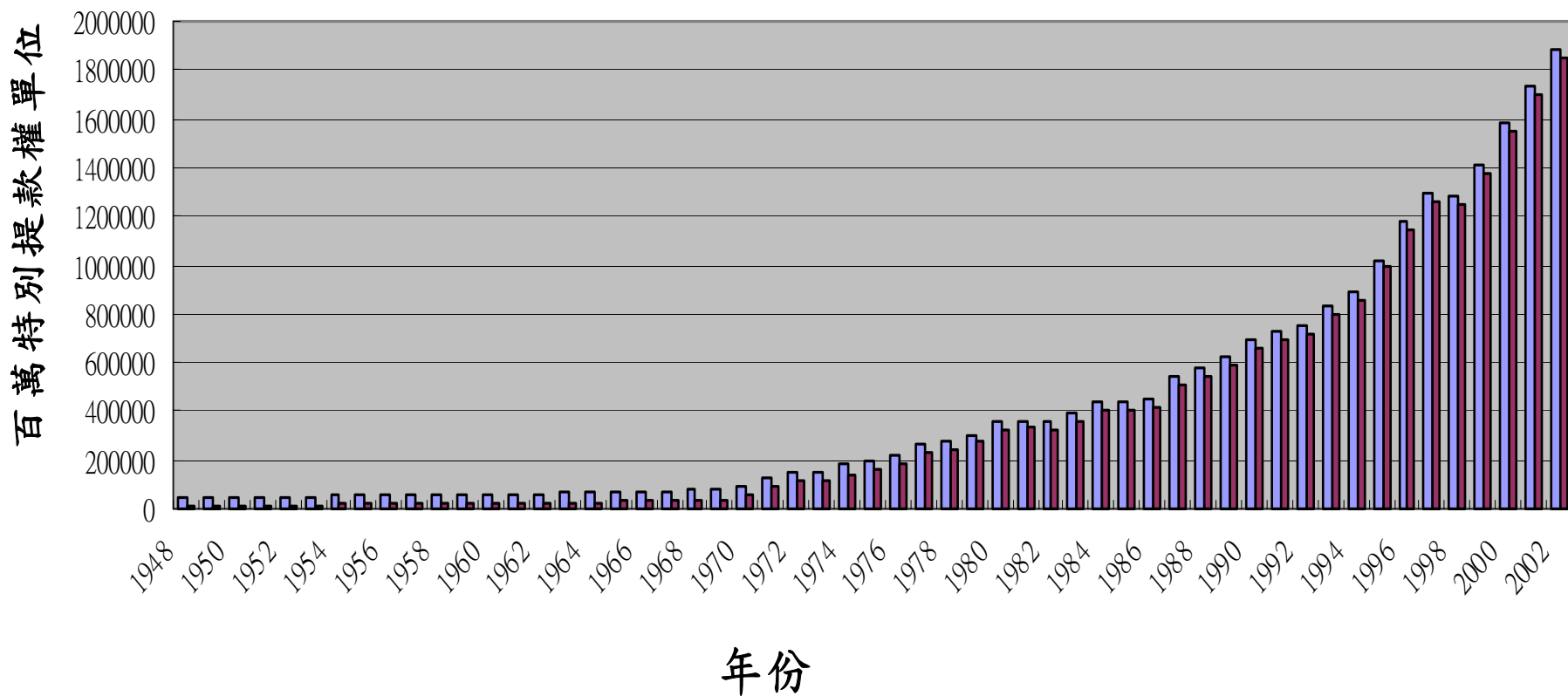
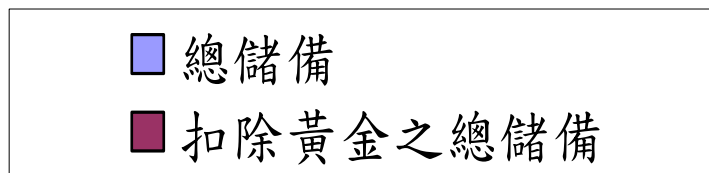
歐元區與美國：經常項目/GDP的比率



外部經濟不平衡：美歐日

	經常項目 /GDP%		國際淨資產 /GDP%
	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2002</u>
美國	-3.9	-4.8	-24.9
歐元區	-0.3	+0.9	-4.1
日本	+2.1	+2.8	+36.6

全球之國際儲備：1948-2002



(4) 2004年人民幣匯率的展望

- 按上述的分析，要回應美元的根本走勢，人民幣雖然有升值的空間，特別是美元大跌的話；但是，中國不應把人民幣隨便地升值或浮動，而需制訂一個對策計劃(game plan)，因為壓力看來不屬短期或者一次過的性質。
- 實際上，中國的外貿形勢不算很有利，外匯儲備亦要部份用以注資國有銀行。
- 大陸內部經濟過熱問題，有整體因素，亦有結構性及季節性因素，部份行業、商品、服務出現價格下跌。故此，須以各種經濟甚至行政手段紓緩，大改匯率制度並非善法。

(4) 2004年人民幣匯率的展望

- 2004年1月，消費品價格比去年同月上升3.2%，服務專案價格上漲2.9%。食品價格上漲8%，非食品價格上漲0.7%，其中，衣著類價格下降1.6%；家庭設備用品及維修服務價格下降1.9%；醫療保健及個人用品類價格上漲1.6%；交通和通信類價格下降1.3%；娛樂教育文化用品及服務類價格上漲1.8%；居住類價格上漲2.8%。
- 企業商品批發價格方面，2004年1月汽車價格較上月下降0.4%，較上年同期下降4.6%

(4) 2004年人民幣匯率的展望

- 去年8月，央行已提高了銀行儲備比率。近來，有消息說要對三類行業項目貸款小心批審。
- 2004年1月末，廣義貨幣M2餘額為22.51萬億元，同比增長18.1%，增幅比上年同期低1.2個百分點，比上年末低1.5個百分點，消除季節因素的月環比為1.1%，折年增長率為14%。
- 狹義貨幣M1餘額為8.38萬億元，同比增長15.7%，增幅比上年同期低3.8個百分點，比上年末低3個百分點。

(4) 2004年人民幣匯率的展望

- 總言之，我認為在2004年，人民幣匯率制度不會有大變動。
- 人民幣將漸進式地趨向自由兌換，波幅可能擴闊；或者改與一籃子(basket)貨幣掛鉤，以避開美國的直接政治壓力。但國際慣例是一籃子貨幣的加權公式並不公開，例如新加坡。而且，籃子所反映的有效匯率指數(effective exchange rate index)，看來不會代表人民幣的顯著升值。

(4) 2004年人民幣匯率的展望

- 短期而言，擴大人民幣兌美元波幅因為透明度高，化解政治壓力的作用似乎較大。但中國的最重要貿易伙伴之中，美國、歐盟、日本鼎足三立，最近數字顯示各佔中國總進出口14%-15%左右。故此，包括三者貨幣在內的一籃子掛鈎應該更符合經濟原則。
- 香港銀行可開辦人民幣存款業務，是內地資本項目循序漸進地開放的又一里程碑。

(4) 2004年人民幣匯率的展望

- 人民幣離岸中心，是未來的可能發展；亦屬重要(但理論上非必要)的一步。
- 人民幣何時達致資本項目(capital account)可兌換？2008年慶祝主辦奧運會是否一個好時機？(留意悉尼的「奧運效應」是澳元匯價下跌！當然，歷史未必會機械地重覆。)

2004年人民幣匯率的 走勢及變化

• 完了。謝謝！