

国际金融与人民币汇率 制度改革的影响

- 曾澍基教授
 - 香港浸会大学经济学系
 - www.hkbu.edu.hk/~sktsang
- 内地公务员公共服务管理培训课程
 - 香港理工大学中国商业中心
 - 2005年11月1日

大纲

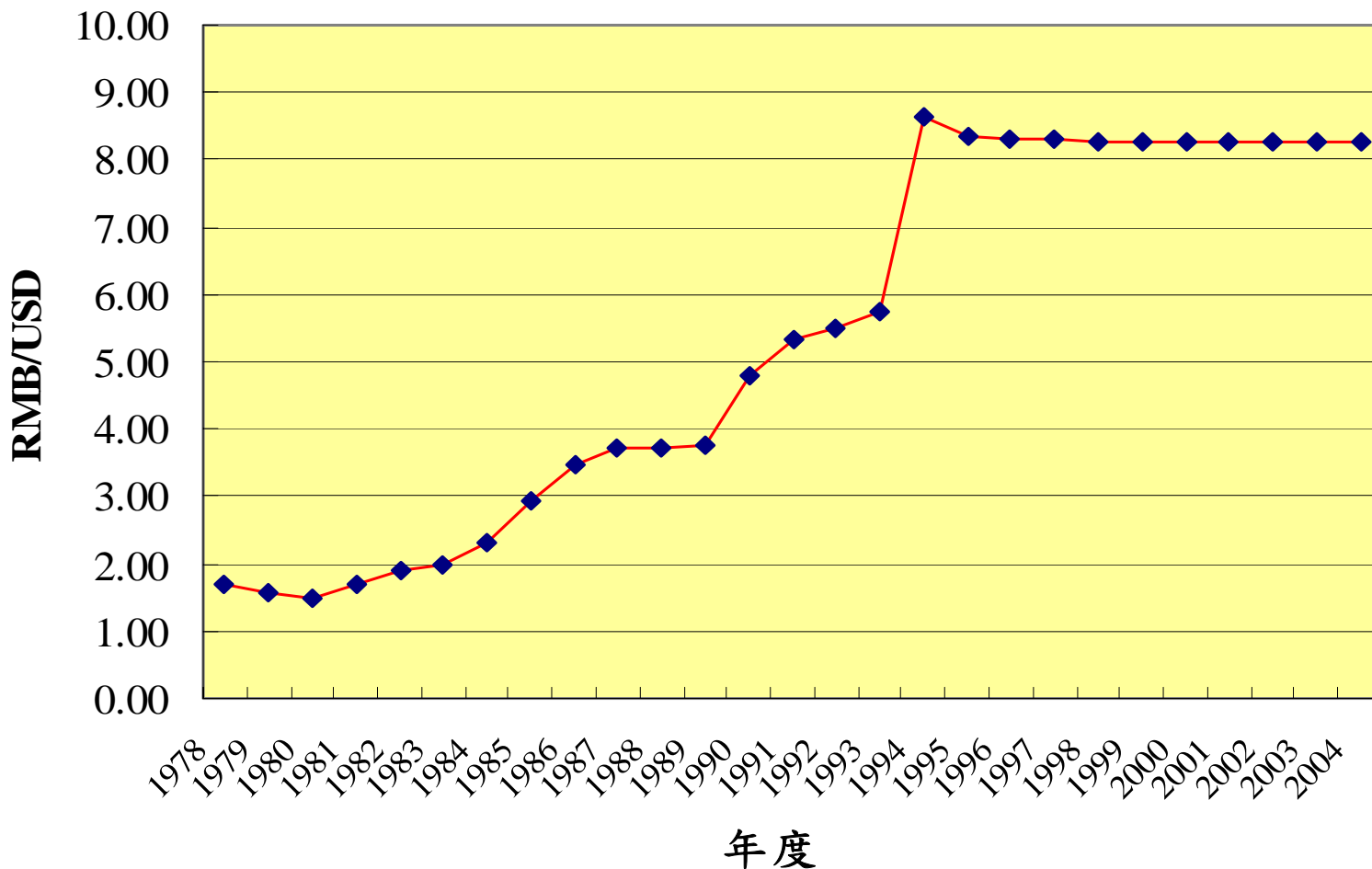
- 前言：人民币汇率有何改变？
- 一、人民币压力的历史背景
 - (1) 国际贸易因素
 - (2) 国际金融因素
 - (3) 中国内在因素
 - (4) 中国对外因素
 - (5) 中国的发展制约

大纲

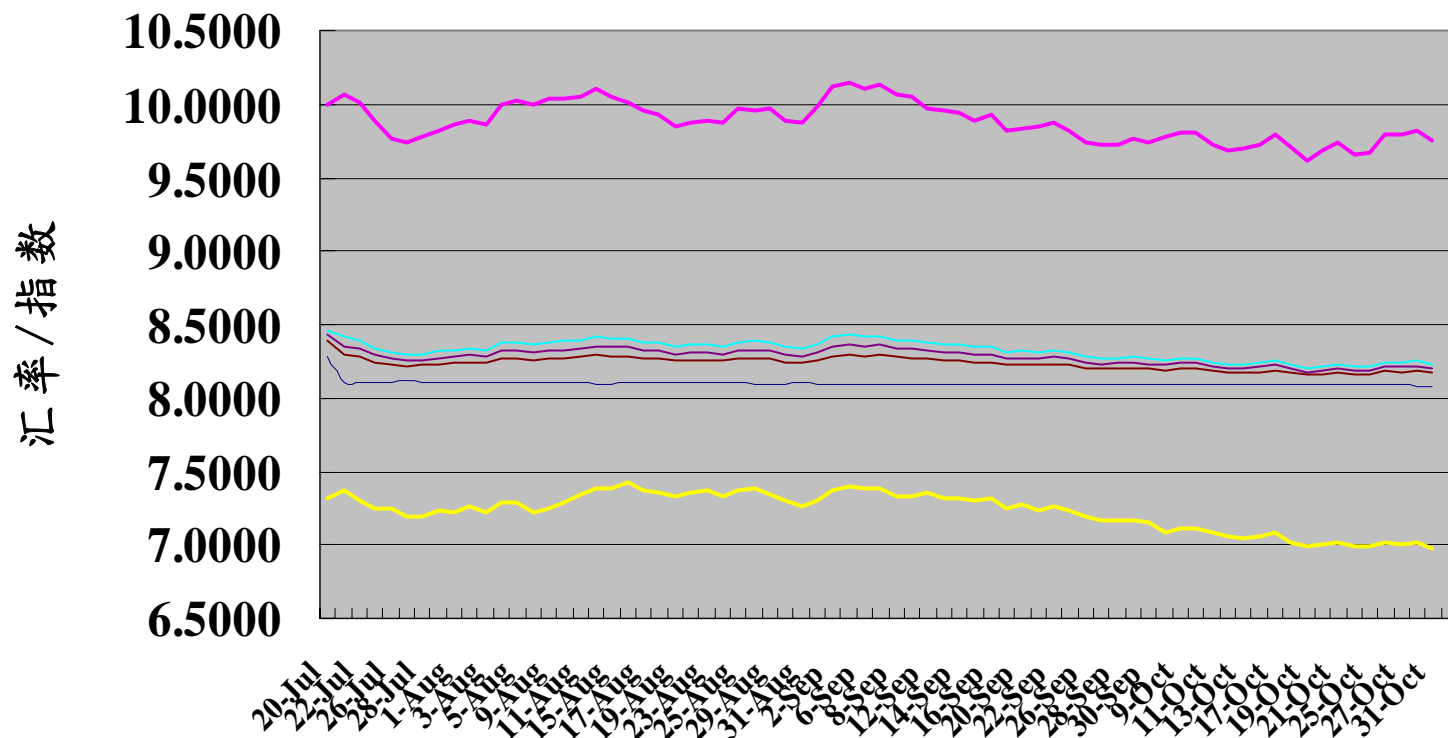
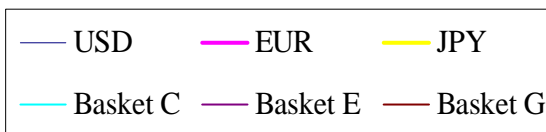
- 二、内地外汇制度改革历程与方向
 - (1) 外汇管制
 - (2) 汇率制度
- 三、人民币与参考一币子货币
- 四、对香港的影响
- 结语

前言：人民币汇率有何改变？

人民币兑美元的年均汇率



一篮子的粗略追踪



日期

资料来源：中国货币网

一、人民币压力的历史背景

(1) 国际贸易因素

- 自2003年，人民币升值和增加弹性的压力，主要来自美国，其次是部份欧洲国家。
- 美国的政治和部份经济利益因素在发挥作用，一些传统的制造业针对中国“出口”的廉价货品。
- 美国经济的对外逆差及净负债不断扩大，而美元跌势又反复持续，矛头指向了中国的汇率及贸易制度。

一、人民币压力的历史背景

(1) 国际贸易因素

- 中国的对外贸易自1990年代下半叶有顺差，但相对体积并不算大。中国对美国有扩大的贸易顺差，但近几年对其他大多数贸易伙伴都出现逆差（中国对美国以外的全球根本就呈逆差）。
- 深层原因是中国作为“世界加工厂”，大进大出但增加值偏低的贸易型态。2004年，中国总进出口对国民总收入的比率达70%，高出世界平均一倍。

一、人民币压力的历史背景

(1) 国际贸易因素

- 2002年美国对中国的逆差只占它总体逆差的22%，这点是美国布殊总统前首席经济顾问N. Gregory Mankiw也承认的。
- 2004年，按美国数字，美国对外的贸易逆差达破纪录的6654亿美元，但中国的1619亿美元不过占她整体逆差的24.3%。而按中国统计，中国对美国的贸易顺差只有802.7亿美元。
- 更且，中国的加工出口超过了总出口的一半。从另一角度看，中国过半的出口源自外资企业。换言之，作为世界工厂，中国很多的出口是其他国家的厂家(包括美国厂家)的出口。

2004 年中国进出口贸易方式与企业性质

类别	出口		进口	
	数值(亿美元)	比重(%)	数值(亿美元)	比重(%)
<u>贸易方式</u>				
总值	5933.7	100.0	5614.2	100.0
其中：				
一般贸易	2436.4	41.1	2482.3	44.2
加工贸易	3279.9	55.3	2217.4	39.5
(来料加工)	(685.7)	(11.6)	(537.2)	(9.6)
(进料加工)	(2594.2)	(43.7)	(1680.2)	(29.9)
其它贸易方式	217.4	3.6	914.5	16.3
<u>企业性质</u>				
总值	5933.7	100.0	5614.2	100.0
其中：				
国有企业	1535.9	25.9	1764.5	31.4
外资企业	3386.1	57.1	3245.7	57.8
其它	1011.7	17.0	604.0	10.8
(集体企业)	(317.9)	(5.3)	(177.2)	(3.2)
(私营企业)	(692.5)	(11.7)	(419.8)	(7.5)

一、人民币压力的历史背景

(1) 国际贸易因素

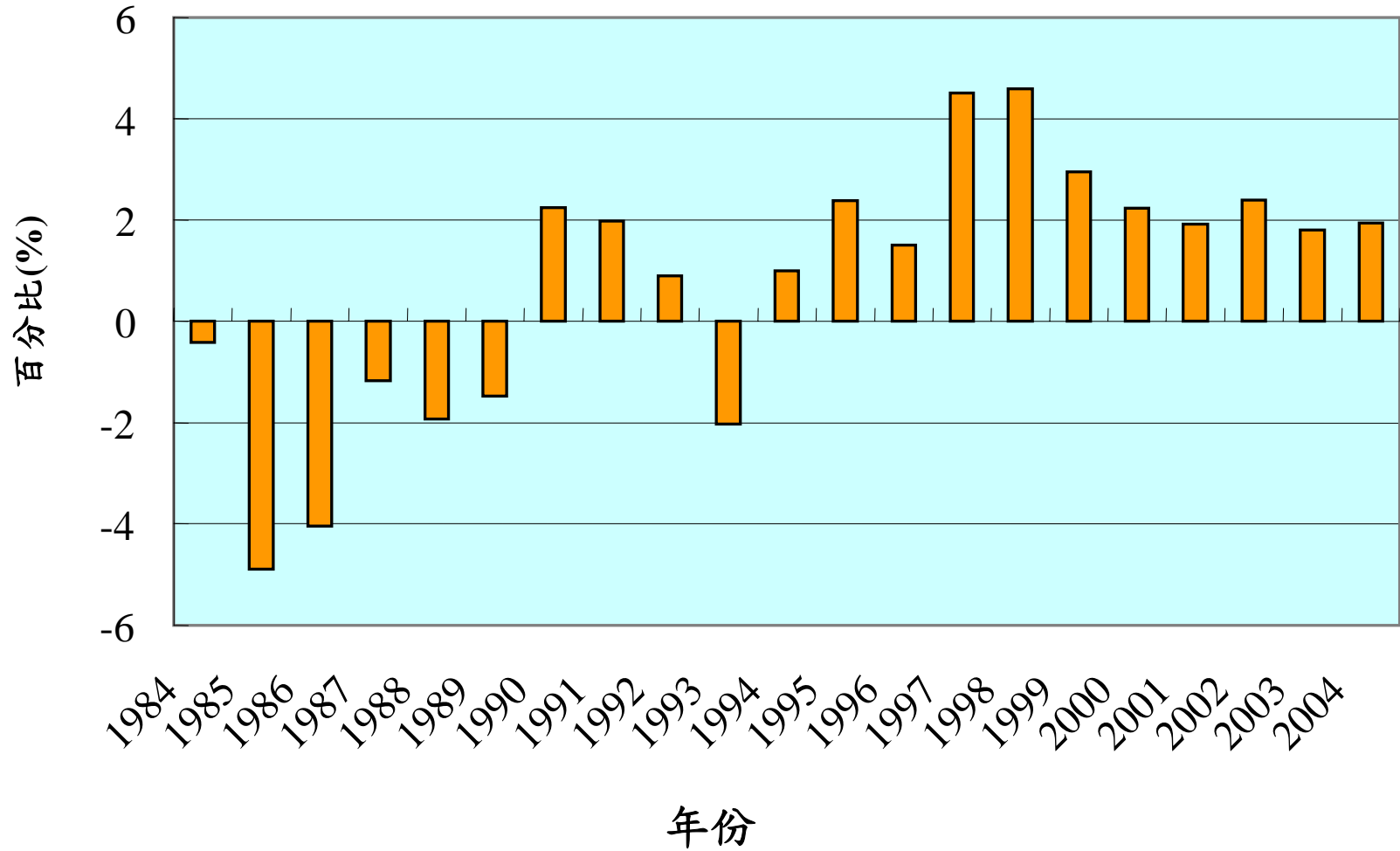
- 中国除了对美国和部份国家或地区有贸易顺差外，对大部份的国家和地区都已经出现逆差，而且是愈来愈大的逆差。
- 逆差主要集中在与台湾、韩国、日本和东盟的贸易。2004年，中国对上述贸易伙伴合计逆差达到1266亿美元。
- 事实上，这种趋势前几年就开始。统计显示，2000年中国与亚洲的贸易逆差90.2亿美元，2002年增长至200.1亿美元，2003年为503.2亿美元，而2004年则高达740.3亿美元。

一、人民币压力的历史背景

(1) 国际贸易因素

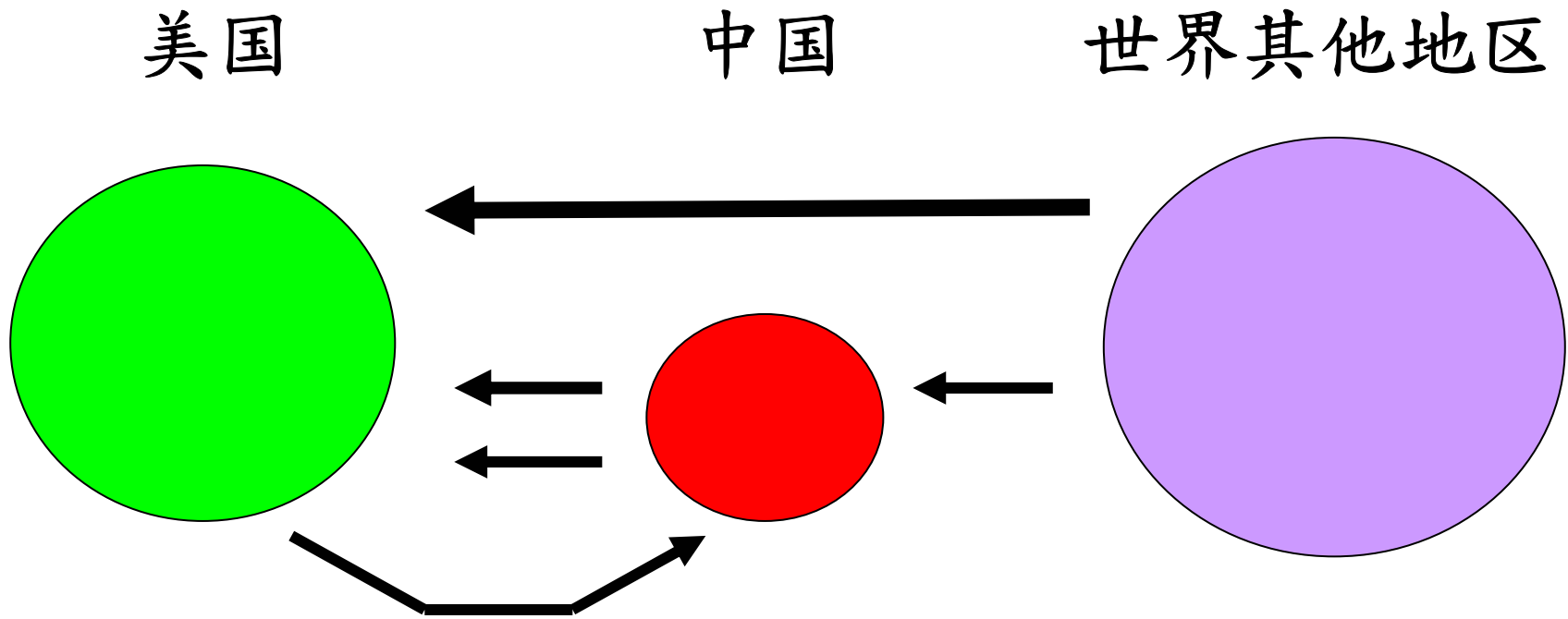
- 整体来说，中国的贸易顺差不大，而且作为世界工厂的实质效益值得争论。2005年纺织品配额取消所引致的情况有其历史、制度及政策的特殊性。
- 中国05年的贸易顺差可能达900-1000亿美元，约GDP的5%，但水平看来不会长久维持。参阅曾澍基，“中国的对外经贸关系” (www.hkbu.edu.hk/~sktsang/3R_External_economic_developments_2005.pdf)。

中国的对外贸易逆差GDP的比率



一、人民币压力的历史背景

(1) 国际贸易因素



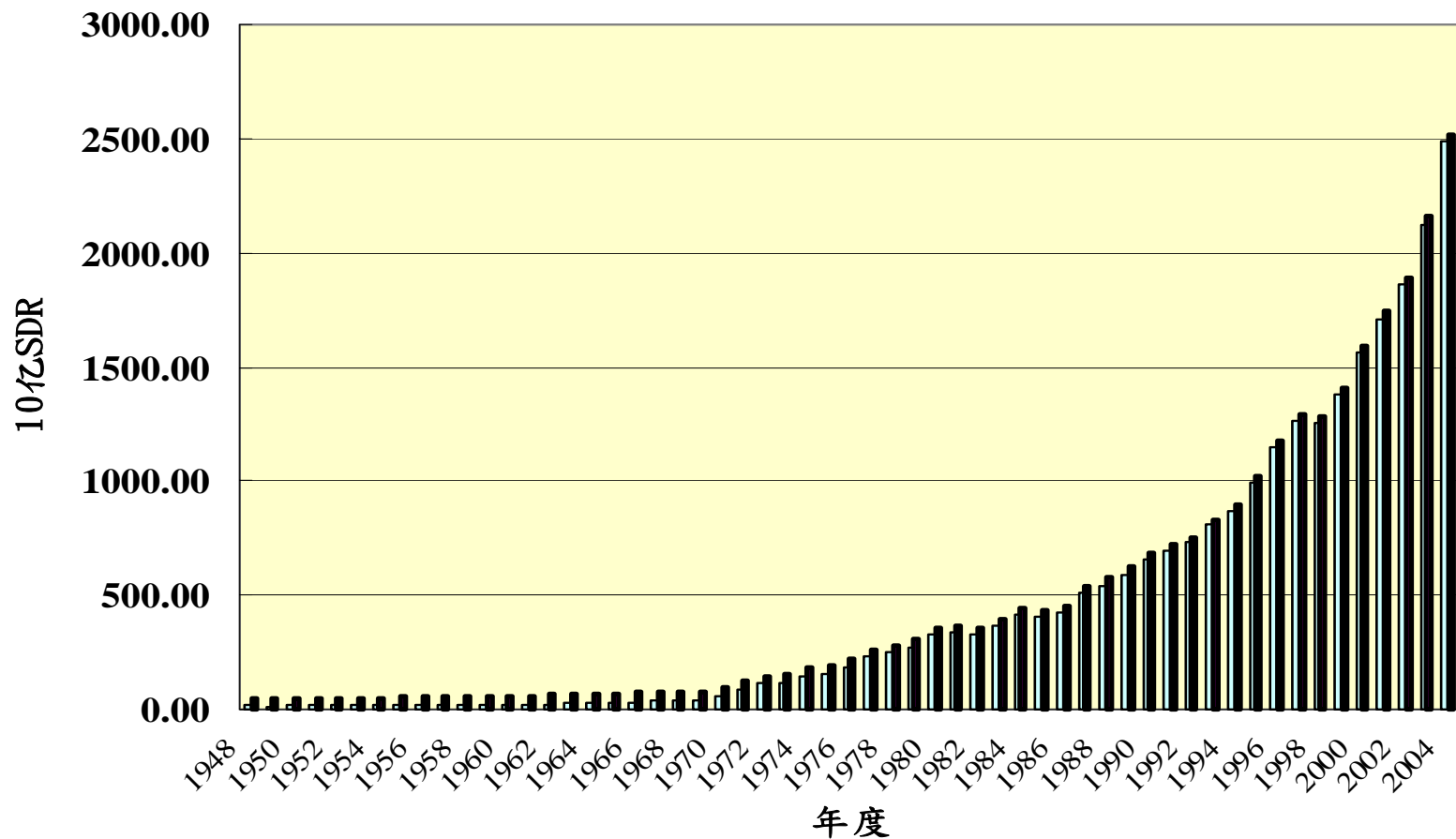
一、人民币压力的历史背景

(2) 国际金融因素

- 美国经济目前的外在不平衡主要并非由中国所造成。它源于美国1990年代的扩张性宏观政策以及“新经济”泡沫的爆破。
- 另一更深层因素，是以美元为主导的国际金融秩序(international financial order)在美元本位制(The Dollar Standard)于1970年初崩溃后，缺乏纪律，令美国变成依靠外来资金。
- 美国20世纪80年代末期由全球的金融债主变为欠债者，国际负资产(负债)不断膨胀，现时乃世界上最大的欠债国，贸易逆差亦在恶化。

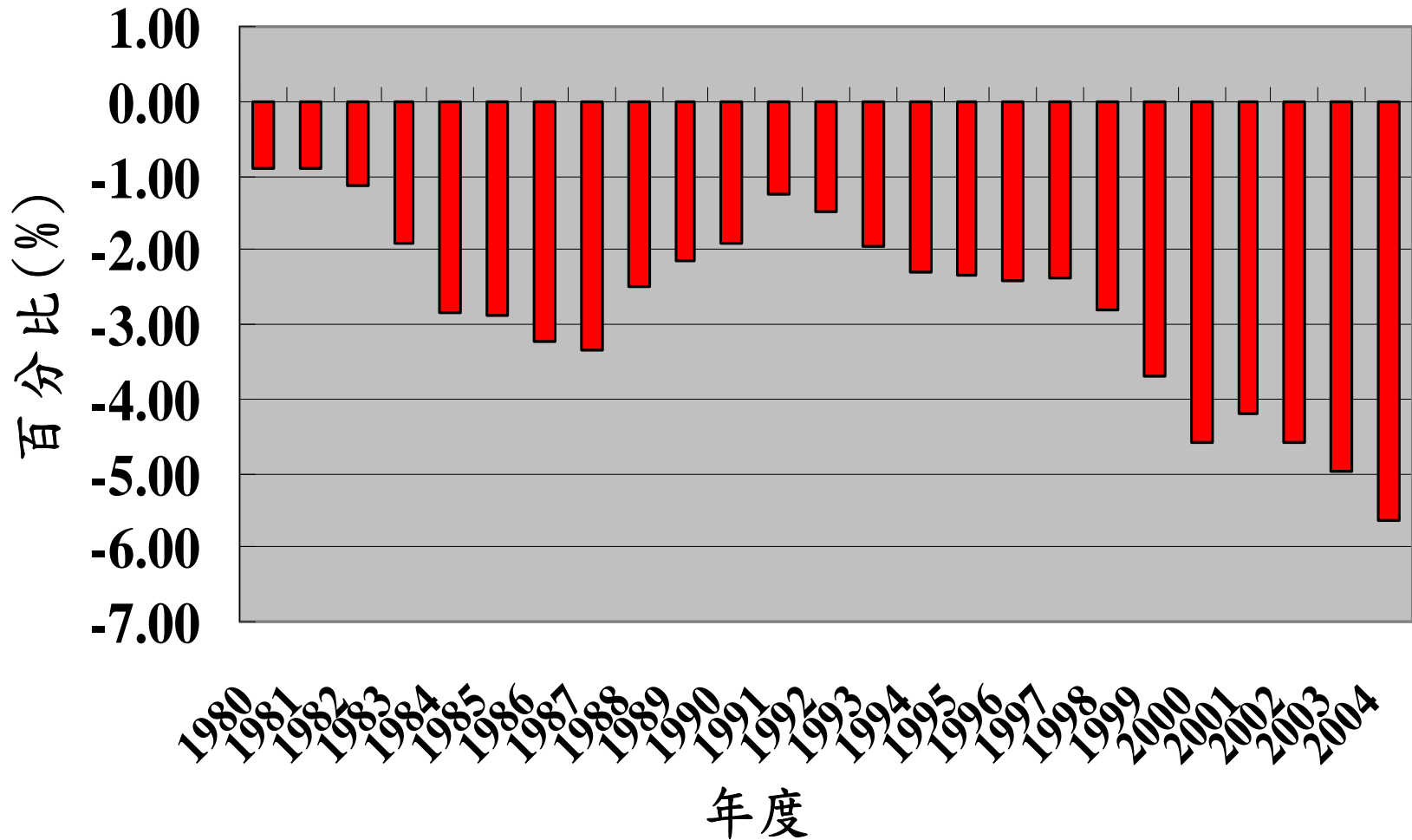
全球的国际储备1948-2004

□ 不包括黄金 ■ 包括黄金



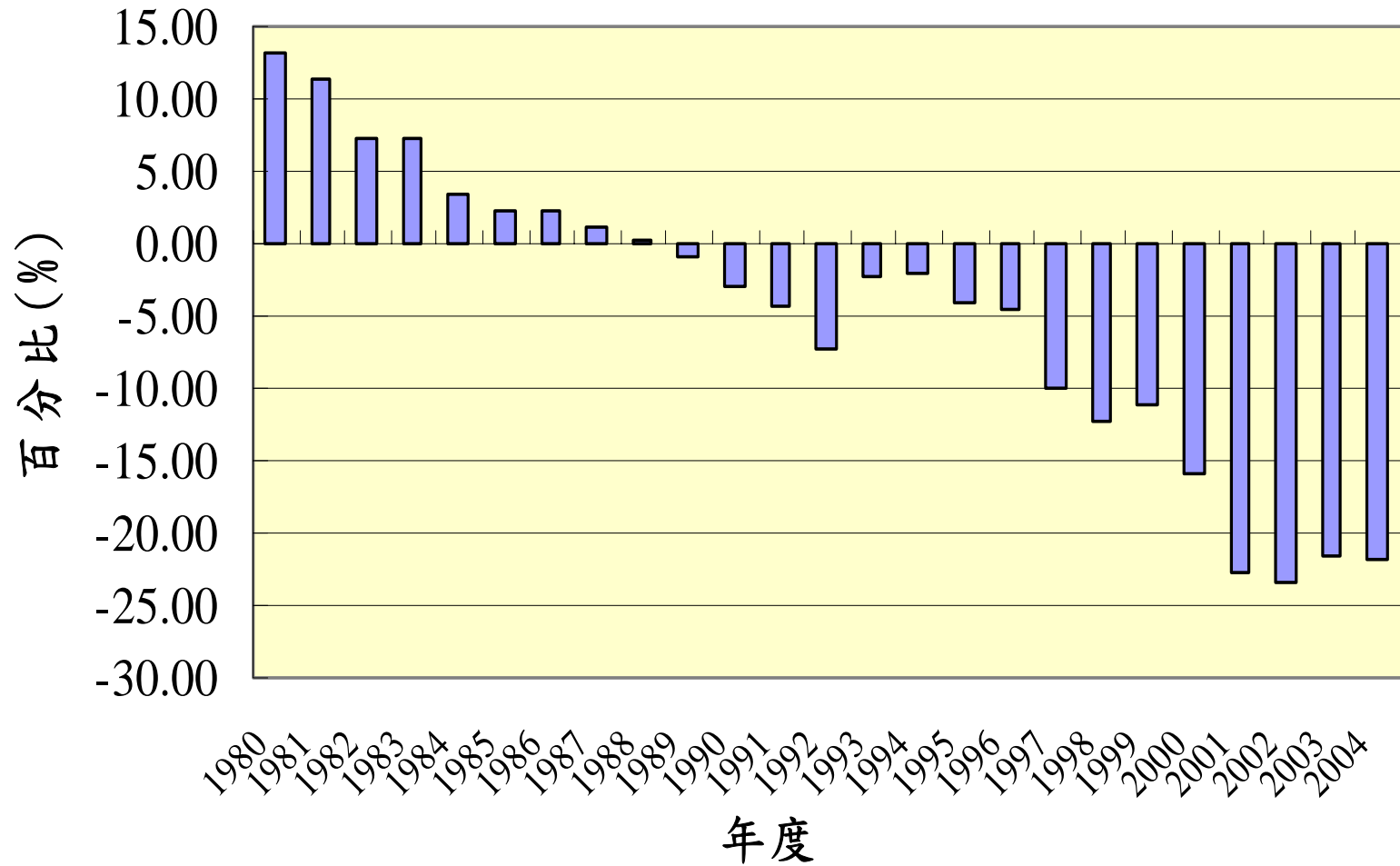
资料来源：IMF

美国贸易逆差对GDP的比率



资料来源: IMF

美国国际净资产对国民总收入的比率



资料来源：IMF

一、人民币压力的历史背景

(2) 国际金融因素

- 部份论者认为，美国的外在逆差与不平衡是世界储蓄过剩(savings glut)的结果。这种分析我并不赞同。根本因素是以美国为首的发达资本主义以往过度投资而引致目前出现回报不足的危机。这跟所谓经济长波(long waves)的现象有关。
- 不过，作为世界单独的超级大国，美国的金融力量非常强劲。故此，不平衡可以持续一段颇长时间，但调整的代价将越来越高。

一、人民币压力的历史背景

(2) 国际金融因素

- 对美国经济的内外不平衡以及与世界金融体系的关系的分析，请参阅：
- **Tsang Shu-ki, "Delayed calls: the paradox of demand side deflation versus supply side inflation"**
(www.hkbu.edu.hk/~sktsang/Delayed_calls.pdf); **“Long Waves: An Update”**
(www.hkbu.edu.hk/~sktsang/Long-WavesUpdate.pdf)。

一、人民币压力的历史背景

(3) 中国内在因素

- 人民币另一升值的压力，是大陆本身自2003年下半年出现的通胀现象，部份论者认为这和人民币汇率低估，热钱流入有关，升值有助纾缓这些压力。
- 另些则认为升值和具弹性的汇率制度是更有效的宏观调控机制的构成原素。
- 一些论者强调，长期用低估的汇率刺激出口，方便中国变成世界工厂，有碍产业转型，效率提升，并非适当的增长策略，升值或弹性汇率有利进入更高级的发展型态。

一、人民币压力的历史背景

(3) 中国内在因素

- 在中国内部中短期经济走势之下，人民币汇率弹性调整会不会发挥真正有效的宏观调控作用？
- 较长远看，中国应走什么的“高档”、“优化”发展道路？她会具备大部份的条件吗？人民币加速自由兑换及汇率浮动是否此类发展策略的关键成份？
- 我对这两类问题的答案都是**否定的**。

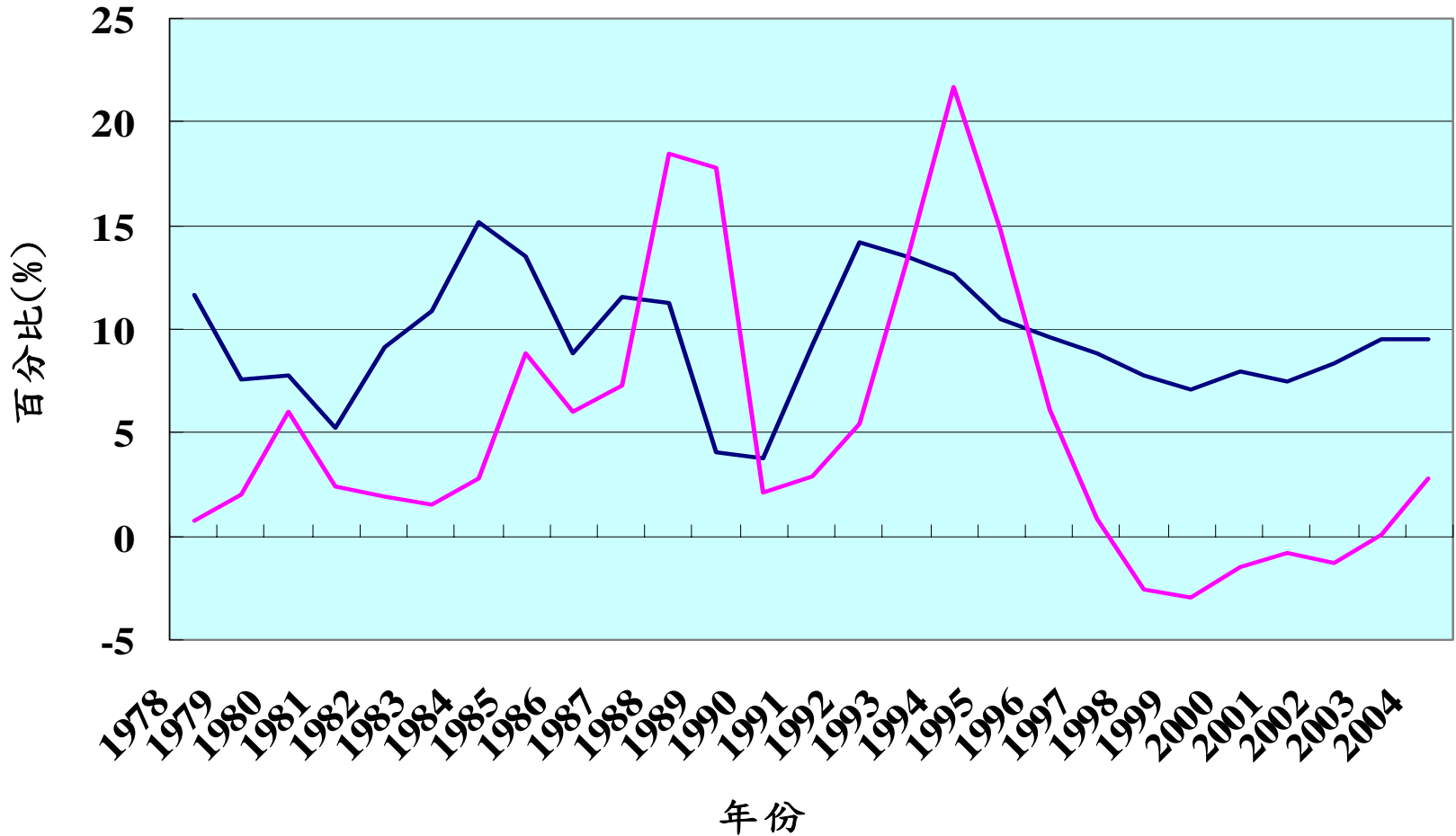
一、人民币压力的历史背景

(3) 中国内在因素

- 人民币升值及增加弹性，是否纾解宏观经济周期性过热(cyclical overheating)的有效办法？
- 关键是这次刚从通缩走出来的过热的原因是什么？
- 简单来说是两个主因：一是粮食供求问题，二是投资膨胀。

中国的经济增长与通胀

— GDP 实质增长率 — 零售通胀率



一、人民币压力的历史背景

(3) 中国内在因素

- 改变汇率机制对粮食增产(或减低粮食需求)并没帮助，而不少投资主体，与地方政府或其它公共机构有各种的关系，对汇率的敏感度可能偏低。
- 中国政府的调控手段有两种，一是收紧信贷银根。二是加强了产业政策引导，严格市场准入。此外，政府还加强对农业、社会事业等薄弱环节的支持，包括对种粮农民的直接补贴制度。2005年亦加强了对房地产市场的调控。
- 这些手段以量控为主，带有行政色彩，从2005年的情况看亦已起了一定的效果。

一、人民币压力的历史背景

(4) 中国对外因素

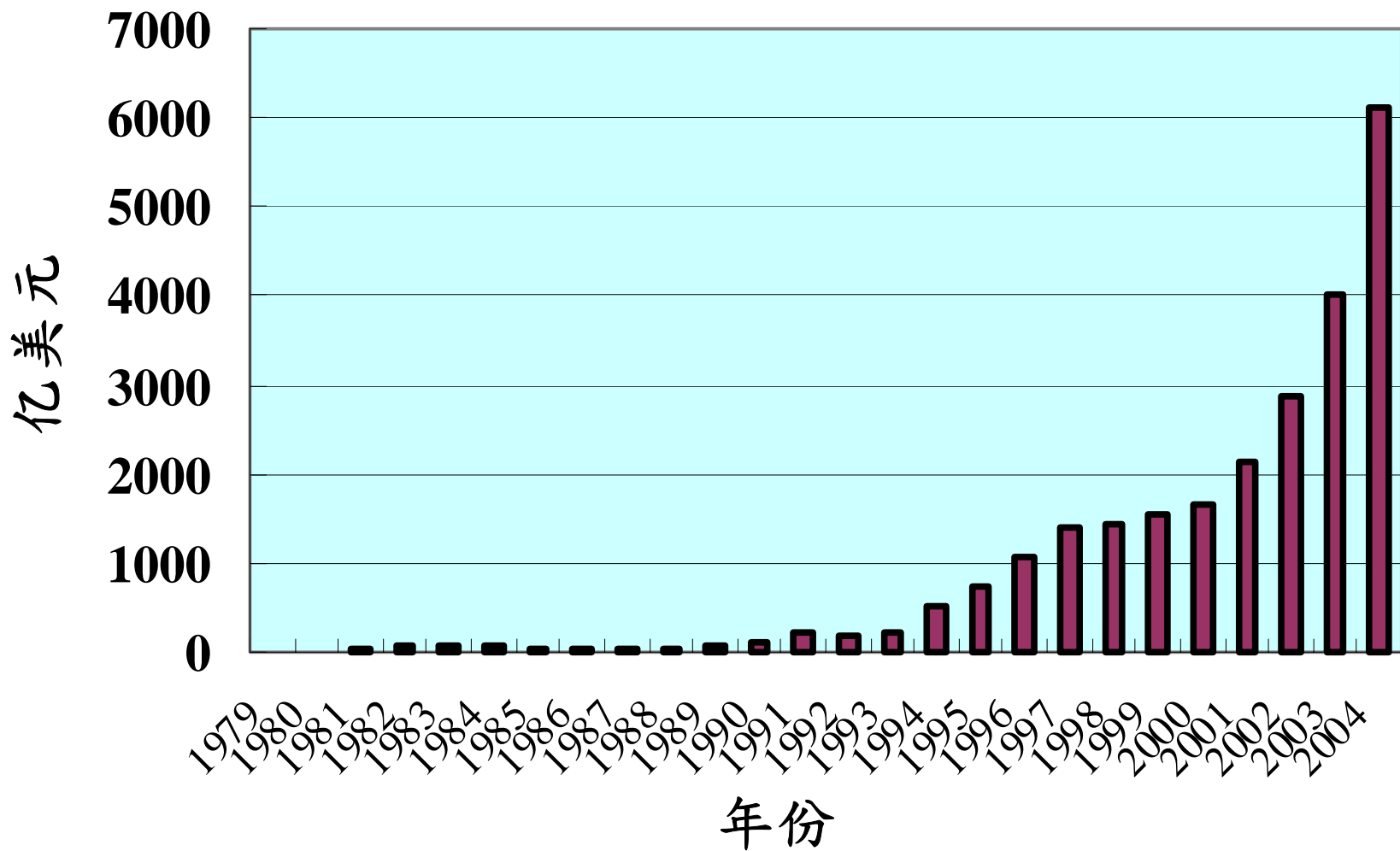
- 中国的过热是否与外资大量流入有关，需要通过升值去冷却？
- 中国于2001年底加入WTO后，资金的确有加速流入的趋势，例如外商直接投资的合同金额，2003年便破了1993年(邓旋风)的纪录，2004年又层楼再上。

中国吸收外资的状况

单位：亿美元 Unit: US\$100million

年份	外商直接投资合同金额	外商直接投资实际利用金额
1979-84	97.50	41.04
1985	63.33	19.56
1989	56.00	33.93
1990	65.96	34.87
1991	119.77	43.66
1992	581.24	110.07
1993	1114.36	275.15
1994	826.80	337.67
1995	912.82	375.21
1996	732.76	417.26
1997	510.04	452.57
1998	521.02	454.63
1999	412.23	403.19
2000	623.80	407.15
2001	691.95	468.78
2002	827.68	527.43
2003	1150.69	535.05
2004	1534.79	606.30
2005-1H	861.91	285.63

中国的外汇储备



一、人民币压力的历史背景

(4) 中国对外因素

- 不过，亦有部份属投机性的热钱。
- 2004年中国出口5933.6亿美元，进口5613.8亿美元，贸易顺差**319.8亿美元**。2004年中国合同外资金额1534.79亿美元；实际使用外资金额**606.3亿美元**。两方面共计**926.1亿美元**。
- 不过，中国的外汇储大幅攀升。2004年末，国家外汇储备**6099.32亿美元**，比2003年末增加**2066.81亿美元**。

一、人民币压力的历史背景

(4) 中国对外因素

- 超过1000亿美元的差额，很难只用其它的经常项目及规范内的短期资本项目的顺差来解释。按《21世纪经济报导》的分析，“热钱”可能分三路入境。文章指出，国家外汇管理局于2004年11月初推出了酝酿已久的三项大动作来严密控制资本防线——查处违规结售汇、打击非法外汇交易、反洗钱。（《国际热钱再袭中国 外汇局抛出三大杀手锏》，2004年11月8日，

www.nanfangdaily.com.cn/jj/20041108/jr/200411080030.asp）。

一、人民币压力的历史背景

(4) 中国对外因素

- 中国的外汇储备，亦大量地投资在美元债券。人民币若大幅升值，解决不了美国逆差之余，储备有可能急降，中国资金便要从美国调走。美国会“赢”了贸易，“输”了投资。这个矛盾不少客观的评论家都有指出。
- 在布殊减税的情况下，克林顿年代的财政盈余迅速变成庞大赤字，内部其它债务又在攀升。若不改善，这将危及美元的国际地位。换句话说，现实是美元的弱势，多于其它主要货币以至贵金属的强势。

美元的每月平均名义与实质有效汇率指数



一、人民币压力的历史背景

(5) 中国的发展制约

- 中国的汇率制度不应因短期压力而随便更改变动，因为高速增长背后，内地经济面对三大主要难题：(1) 资源制约 (resource constraints) 严重影响中国和平崛起的机会；(2) 就业不足与人口老化的吊诡 (paradox)；(3) 金融改革与发展的挑战。
- 要有效处理它们，汇率最好不要出现太大波动(特别是大幅升值)。中国当然不能亦不应长久地替他国生产廉价货品，但看来亦难以推行如瑞士式的高汇率、高效率的发展模式。

一、人民币压力的历史背景

(5) 中国的发展制约

- (1) 资源制约：中国人口全球最多，但人均资源却显著地低于世界平均，例如据估算人均耕地只有世界平均三分之一，人均水资源只有世界平均四分之一。2000年，人均石油可采储存量为2.6吨，人均天然气可采储存量1074立方米，人均煤炭可采储存量90吨，分别只有世界平均值的11.1%、4.3%和 55.4%。

一、人民币压力的历史背景

(5) 中国的发展制约

- (2) 就业不足与人口老化的吊诡：一方面农民须大量转移，中国要变成世界工厂，但另一方面人口出现“未富先老”，劳动年龄人口的绝对数量，在2020年左右就会开始下降。
- 人口增长放慢好象是好事。但步伐太快使人口红利(demographic dividend)过急地消失，加重了社会抚养的负担，特别是中国还未进入全面工业化的阶段。这是“未富先老”的意思。解决这个矛盾，必须同时保持竞争力和提高效率。

一、人民币压力的历史背景

(5) 中国的发展制约

- (3) 金融改革与发展: (i) 银行坏帐与资金外流; (ii) 证券(股票及债券)市场的发展。
- 2003年底, 经1999年成立的4家金融资产管理公司(asset management corporations – AMC)s接收14000亿元的不良资产后, 四大国有商业银行的不良贷款金额仍达16000亿元。四大银行在酝酿上市, 但它们的资本充足率和不良贷款比率尚未合乎国际标准与机构投资者要求。按官方数字, 四行的平均不良贷款比率2003年底为16.8%。

一、人民币压力的历史背景

(5) 中国的发展制约

- 近两年，中国的银行改革有颇大的进展。
- 内地对国有银行开始进行注资。2004年1月初，中国政府公布已从外汇储备抽出资金通过“中央汇金投资有限责任公司”向中国银行与中国建设银行各注资225亿美元。
- 中国建设银行在2005年10月招股上市，中国银行看来将会随后。
- 2005年4月，国务院又批准了中国工商银行实施股份制改革的方案，注资150亿美元。中国农业银行的情况仍在发展，可能亦会由外汇储备注资。

一、人民币压力的历史背景

(5) 中国的发展制约

- 经过近两年的大改进(包括AMCs再剥离不良资产)后，2005年6月底，中国的主要商业银行（国有商业银行和股份制商业银行）的不良贷款余额仍达为**11637.3亿元**，不良贷款率**8.79%**。其中，国有商业银行不良贷款余额为**10134.7亿元**，不良贷款率**10.12%**；股份制商业银行不良贷款余额**1502.6亿元**，不良贷款率**4.66%**。城市商业银行不良贷款余额**1038.9亿元**，不良贷款率**10.43%**。农村商业银行不良贷款余额**45.0亿元**，不良贷款率**6.38%**。

一、人民币压力的历史背景

(5) 中国的发展制约

- 除银行改革的挑战外，1994年至今的软挂钩方便了外资的稳定流入，以及金融市场(中国最弱的一环)的发展。长期资本市期需要相对稳定的汇率及利率环境，以吸引投资者，克服发展中国家缺乏筹集本币资金能力的所谓“原罪”(original sin)与债务货币错配(currency mismatch)等问题。
- 总言之，中国没有足够的实力和基础，把人民币大幅升值，或者尽快推行人民币的自由兑换。

二、内地外汇制度改革 历程与方向

- 外汇制度有(1)外汇管制(**foreign exchange controls**)与(2)汇率制度(**exchange rate regime**)两方面。
- 两方面有关系，但自由兑换(**full convertibility**)不等如汇率浮动。香港没有任何外汇管制，但港元兑美元的汇率自1983年到现在都维持于7.80。

二、内地外汇制度改革 历程与方向

- 至1996年底中国达至经常项目可兑换(current account convertibility/Article VIII convertibility)的分析，可参考：Tsang Shu-ki, “Towards the Full Convertibility of the Renminbi?” in Maurice Brousseau, Kuan Hsin-chi, and Y.Y. Kueh (eds.), The China Review 1997, Hong Kong: The Chinese University Press, 1997, chapter 7 (a version can be downloaded at: www.hkbu.edu.hk/~sktsang/China_forex_1997.pdf)。

二、内地外汇制度改革历程与方向 (1) 外汇管制

- (1) 外汇管制:

- 1980年开始自由化

- 先经常项目(current account)，后资本项目(capital account)自由化。理论基础：经常项目的波动(volatility)较细。

- 1980年代贸易(进出口权)逐渐开放、采用外汇留成(foreign exchange quota retention)制度、设立外汇调剂中心(swap centres)

二、内地外汇制度改革历程与方向 (1) 外汇管制

- (1) 外汇管制：
 - 1994年大改革
 - 1996年底：达致经常项目可兑换
(**current account convertibility/Article VIII convertibility**)
 - 2001年加入世贸组织(WTO)
 - 资本项目管制的有秩序放宽
 - 资本开始“走出去”
 - 短期资金流动：**QFII与QDII**

二、内地外汇制度改革历程与方向 (1) 外汇管制

- “从开放的进程看，中国资本账户开放根据先流入后流出、先长期后短期的顺序和外商直接投资、债务融资、证券融资等主要项目逐步开放的原则，走了一条渐进式开放的道路。按照国际货币基金组织划分的43个资本交易项目，目前我国有将近一半的资本项目交易已基本不受限制或有较少限制，有四成多交易项目受较多限制，严格管制的项目仅有一成多。就吸收外商直接投资而言，我们的开放程度甚至高于一些发达国家。”
(国家外汇管理局副局长马德伦在“国际资本的中国战略”高层论坛上的讲话，二〇〇四年五月二十三日， [/www.safe.gov.cn/News/N265.htm](http://www.safe.gov.cn/News/N265.htm))

二、内地外汇制度改革历程与方向 (2) 汇率制度

- (2) 汇率制度
 - 1981-1984：实行官方汇率(RMB1.50/USD)与内部结算价(internal settlement rate: RMB2.80/USD) 的双轨制(dual exchange rate system)
 - 1985-1987：汇率统一，间歇地贬值
 - 1988年外汇调剂中心(swap centres)经试点后全国推行：双轨制---官价及调剂价再现
 - 1991年开始“有管理浮动汇率制”(managed float)， “微调”代替大幅贬值

二、内地外汇制度改革历程与方向 (2) 汇率制度

- (2) 汇率制度

- 1994年大改革：(1)统一汇率；(2)成立银行间外汇市场(interbank forex market)；(3)取消外汇留成、推行结汇制、但基本上撤除外贸的外汇配给(rationing)

- 其后人民币兑美元的汇率十分平稳，形成了跟美元的“软挂钩”(soft peg)。1997年第4季至2005年7月，贴近在RMB8.28/USD的水平。

- 人民币汇率改革之前高估，改革后大幅向低调整，有利出口及吸引外资。

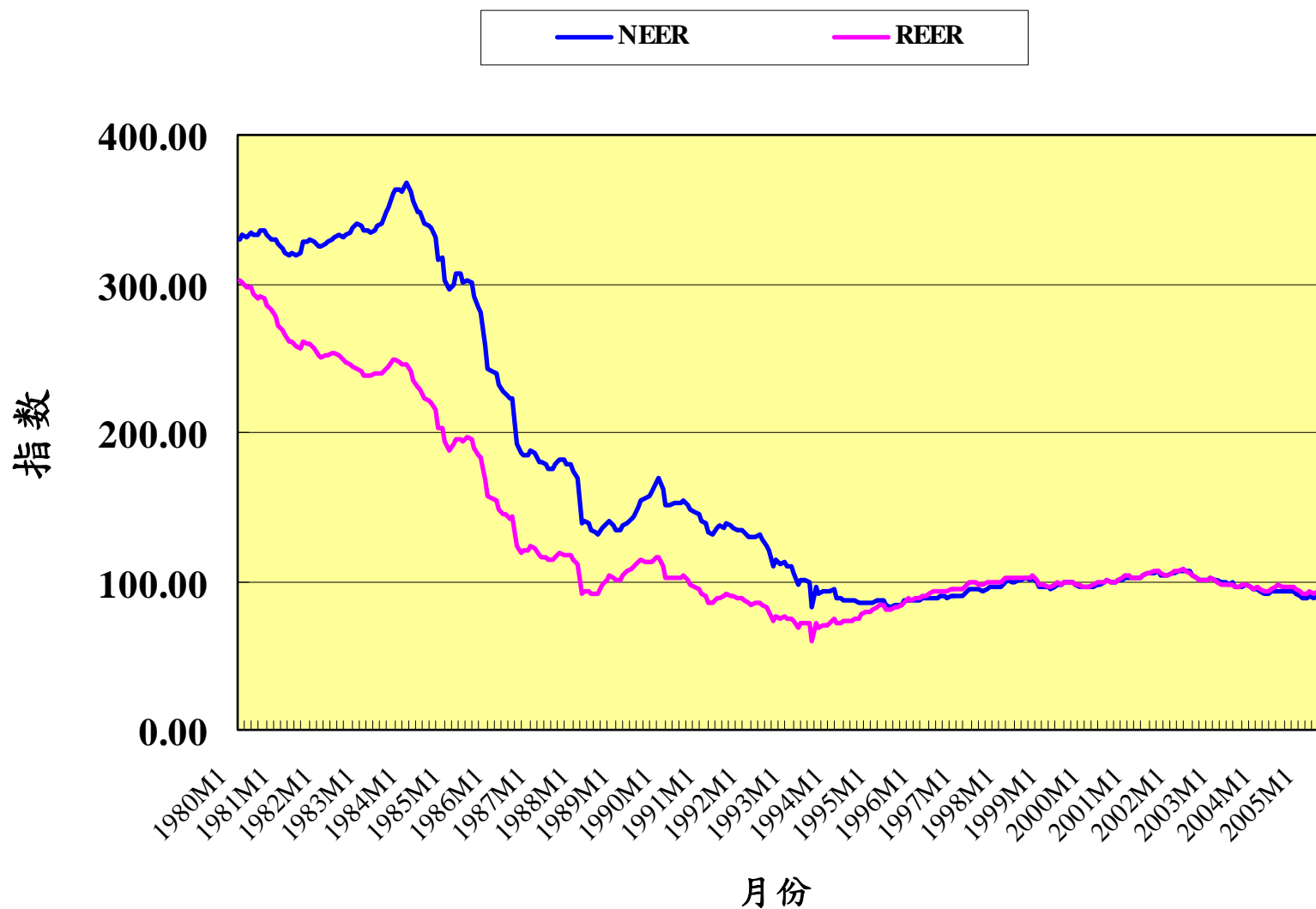
二、内地外汇制度改革历程与方向 (2) 汇率制度

- 1994年至今的软挂钩则方便外资的平稳流入，以及金融市场(中国最弱的一环)的发展。
- 1997-98东亚金融风暴时，人民币没有跟随其它货币贬值，替国际金融稳定作出贡献。按国际货币基金组织(IMF)的数据，自1994年初人民币的实质汇率指数从72.0左右升至2002年初接近108.0(+50%)，到2005年5月为93.8(+30%)。实质汇率上升意味国际竞争力的下降。

二、内地外汇制度改革历程与方向 (2) 汇率制度

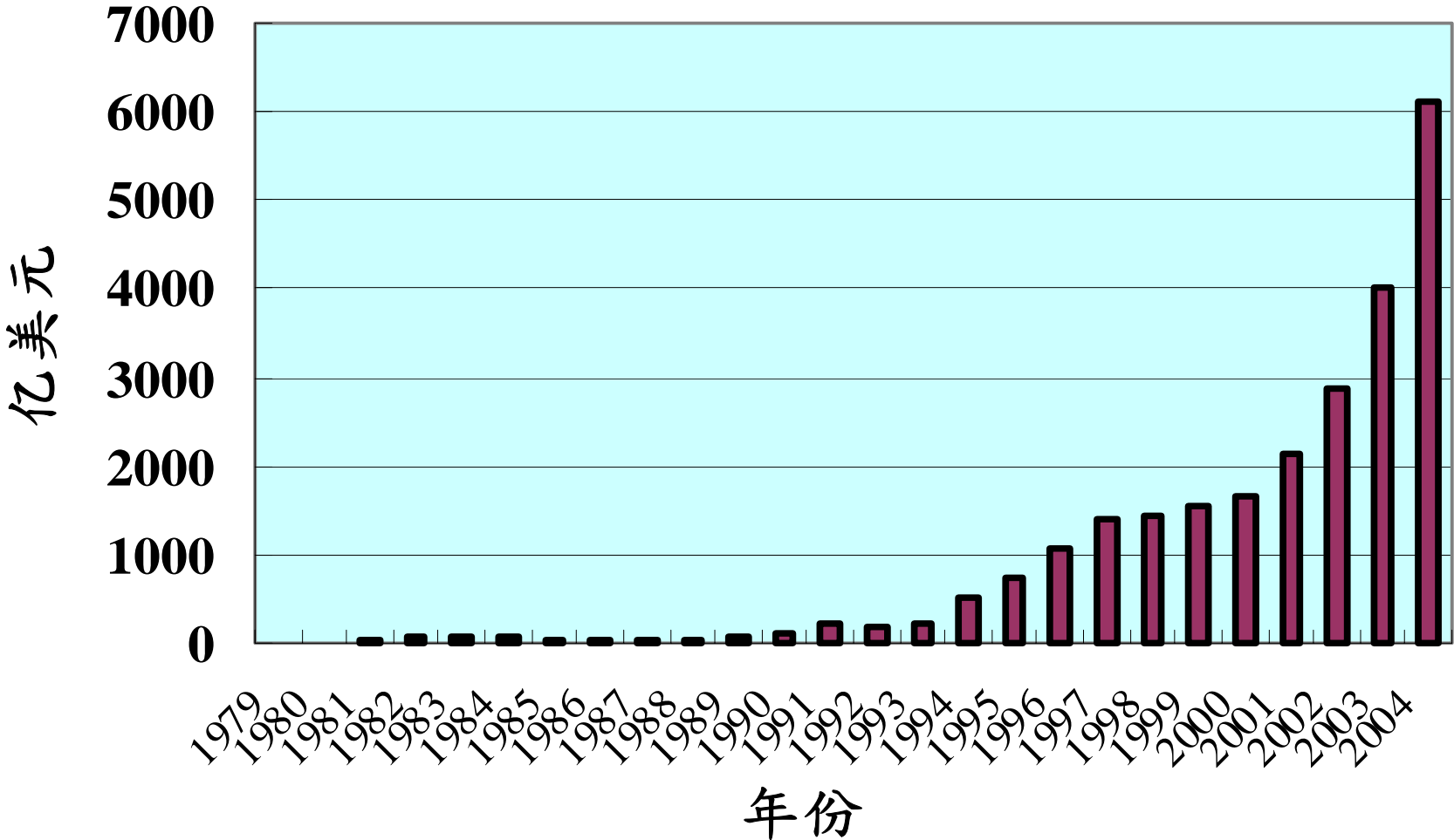
- 中国外汇储备全球第二大，其实不算太多，而且大量投资为美元资产——出现左手入右手出的问题。
- 在某个程度上，中国的“三高一低”的加工型增长和对美元资产大量投资的发展模式，是世界经结构不平衡(所谓中美的双生体symbiosis)的一种表征。
- 这方面，中国的金融力量落後于她的实质经济力量，外向型发展增加值不高之下反应亦颇为被动。

人民币的名义及实质有效汇率(每月平均)



资料来源: IMF

中国的外汇储备



二、内地外汇制度改革 历程与方向

- 跟人民币的压力一样，这有内外两方面的考虑。先看内部因素。
- 中国的外汇制度改革方向明显：**(1) 资本项目可兑换以至人民币完全自由兑换(full convertibility)**；**(2) 汇率的决定(exchange rate determination)**由行政转向市场供求或宏观政策。两方面既有连系，亦有独立性。
- 关键是改革速度、次序与套配措施。

三、人民币与参考一篮子货币

- 无论如何，对人民币大唱升值和加快自由兑换的调子虽然缺乏坚实的经济理据，但政治压力似乎不容易消失。
- 从中国的角度审察，按根本的分析，要回应美元的走势，人民币虽然有升值的空间，特别是美元大跌的话；不过，中国政府不应把人民币随便地升值或浮动，而须制订一个**对策计划** (game plan)，因为压力看来不属短期或者一次过的性质。
- 实际上，看得远一点，中国的外贸形势不算很好，外汇储备亦可能有波动性。

三、人民币与参考一篮子货币

- 向前展望，人民币将渐进式地解除外汇管制，汇率可能但不一定更有弹性。自由兑换与汇率浮动之间，没有必然关系。
- 2005年7月20日，人民币对美元的收盘价为8.2764，加权平均价为8.2765。7月21日<中国人民银行公告〔2005〕第16号：中国人民银行关于完善人民币汇率形成机制改革的公告>
www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1550)
- 美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.11元人民币。自即日起，开始“实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。”

三、人民币与参考一篮子货币

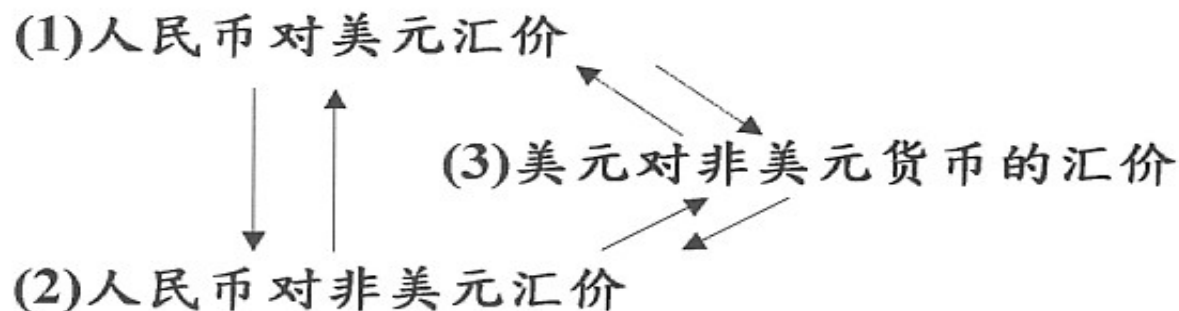
- 银行间外汇市场
- “中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价，作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。”
- 外汇管理局7月22日通告：“每日银行间外汇市场美元对人民币的交易价仍在中国人民银行公布的美元交易中间价上下**0.3%**的幅度内浮动，非美元货币对人民币的交易价在中国人民银行公布的该货币交易中间价上下**1.5%**的幅度内浮动。”

三、人民币与参考一篮子货币

- 外汇指定银行对客户挂牌
- 外汇指定银行对客户挂牌的美元对人民币现汇买卖价不得超过中国人民银行公布的美元交易中间价上下0.2%，现钞买卖价不得超过现汇买卖中间价上下1%。
- 非美元货币对人民币现汇卖出价与买入价之差不得超过现汇买卖中间价的0.8%，现钞卖出价与买入价之差不得超过现汇买卖中间价的4%。

三、人民币与参考一篮子货币

· 不过，美元对非美元的汇价由国际市场决定，非人民银行所能控制，而且，它们在中国外汇市场作业期间，随时可能变动。



· 中国可对银行严格限制(1)，但如果同时对银行严格限制(2)，投资者和机者就会利用(3)的变动，向银行买卖进行投机(speculation)或套戩(arbitrage)，银行便可能面临损失。当然，中国还有一定的外汇管制，但随着改革及自由化，漏洞将会越来越多。故此：

三、人民币与参考一篮子货币

- 2005年9月14日<中国人民银行关于进一步改善银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价管理的通知> (银发〔2005〕250号)
(www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1603)
于2005年9月23日发布：
- 银行间外汇市场
- 每日银行间即期外汇市场**非美元货币**对人民币的交易价在中国人民银行公布的该货币当日交易中间价上下**3%**的幅度内浮动，比7月22日的上下**1.5%**的幅度扩阔了。

三、人民币与参考一篮子货币

- 外汇指定银行对客户挂牌
- 外汇指定银行对客户挂牌的美元对人民币现汇卖出价与买入价之差不得超过人民银行公布的美元交易中间价的1%，现钞卖出价与买入价之差不得超过美元交易中间价的4%，采取了价差限制，也比7月22日的中间价上下0.2%和1%扩阔了幅度。
- 取消非美元货币对人民币现汇和现钞挂牌买卖价差幅度的限制，外汇指定银行可自行决定对客户挂牌的非美元货币对人民币现汇和现钞买卖价。”——即撤除了7月22日的规定。

三、人民币与参考一篮子货币

- 国际惯例是一篮子货币的加权公式并不公开。但人行行长周小川2005年8月10日作了些透露(在中国人民银行上海总部揭牌仪式上的讲话，www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&id=169)。
- 他提出了4个考虑原则：
 - ——以着重考虑商品和服务贸易的权重作为篮子货币选取及权重确定的基础。
 - ——适当考虑外商直接投资的因素。
 - ——适当考虑外债来源的币种结构。
 - ——适当考虑经常项目中一些无偿转移类项目的收支。

三、人民币与参考一篮子货币

- “从我国现阶段的国情看，商品和服务贸易是经常项目的主体。因此，篮子货币的确定也是以对外贸易权重为主的。美国、欧元区、日本、韩国等目前是我国最主要的贸易伙伴，相应地，美元、欧元、日元、韩元等也自然会成为主要的篮子货币。此外，新加坡、英国、马来西亚、俄罗斯、澳大利亚、泰国、加拿大等国家与我国的贸易比重也较大，这些国家的货币对我国的人民币汇率也是很重要的。一般而言，与我国的年双边贸易额超过100亿美元，在权重中是不可忽略的，50亿美元以上也是不算小的。”

三、人民币与参考一篮子货币

- 周小川行长提及了11个国家的货币，4个“主要”，7个“很重要”：最主要贸易伙伴的美元、欧元、日元、韩元“自然会成为主要的篮子货币”。而新加坡、英国、马来西亚、俄罗斯、澳大利亚、泰国、加拿大等国家的货币“对我国的人民币汇率也是很重要的”。不过，他没有提到每一个货币的具体“权重”。

三、人民币与参考一篮子货币

- 参考一篮子牵涉的问题包括：
 - (1) 篮子的构成：周小川行长已作出透露。
 - (2) 各种货币的权重：最简单的是采用贸易权重，但这不一定属最优。除了因为贸易所使用的货币未必是伙伴的货币外，参考一篮子时的目标函数(**objective function**)很可能不应单单针对贸易平衡或国际收支平衡，而须包括内在经济的各种目标。只有非常特殊的情况下直接采用贸易权重才会最优。

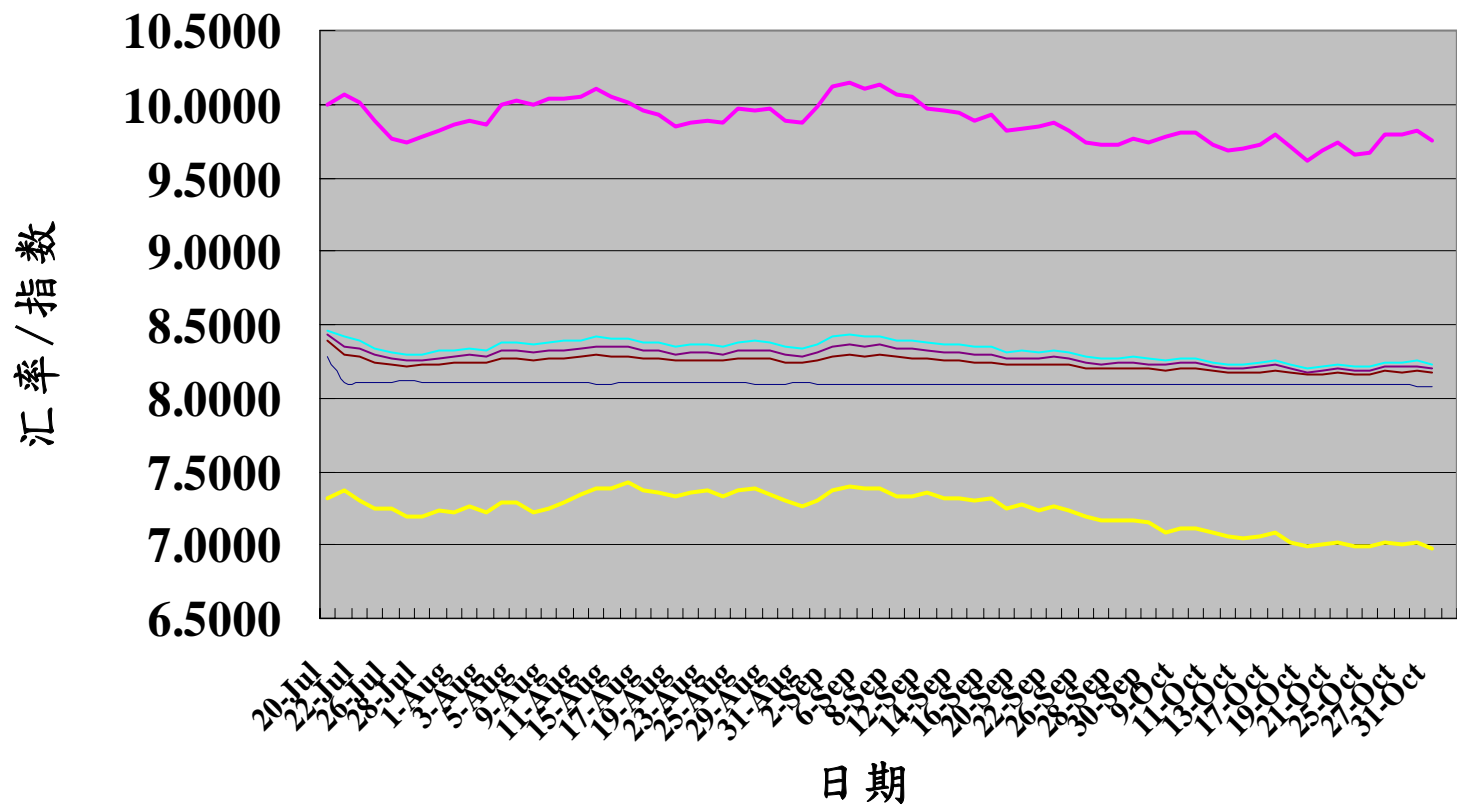
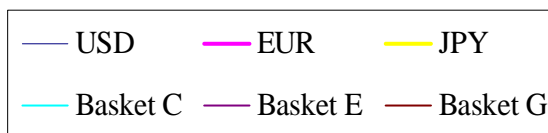
三、人民币与参考一篮子货币

- 周小川行长透露的11个货币之中，韩元、马币、泰铢等对美元都是软挂钩，而中国大陆外贸之中，他没提及的港元(对美元硬挂钩)及新台币(对美元软挂钩)也十分重要。故此，一般估计，美元在篮子内的权重，在50%以上。
- 2005年7月20日，人民币对美元的收盘价为8.2764。到10月31日为止，人民币对美元最强的收盘价在10月28日，相对于7月20日，升幅2.38%。

三、人民币与参考一篮子货币

- 下图是对“参考一篮子”到10月31日每一个交易天的非常粗略的“追踪”。
- 三个假设的简化篮子中的权重分别顺序为美元(USD)，欧元(EUR)和100日元(JPY)：
- **C篮子 (Basket C): 50.00%, 25.00%, 25.00%**
- **E篮子 (Basket E): 60.00%, 20.00%, 20.00%**
- **G篮子 (Basket G): 70.00%, 15.00%, 15.00%**
- 至10月31日为止，人民币在三个篮子内最强的指数都出现于10月19日，相对于7月20日，升幅分别为3.28%、3.08%及2.88%。

一篮子的粗略追踪



资料来源：中国货币网

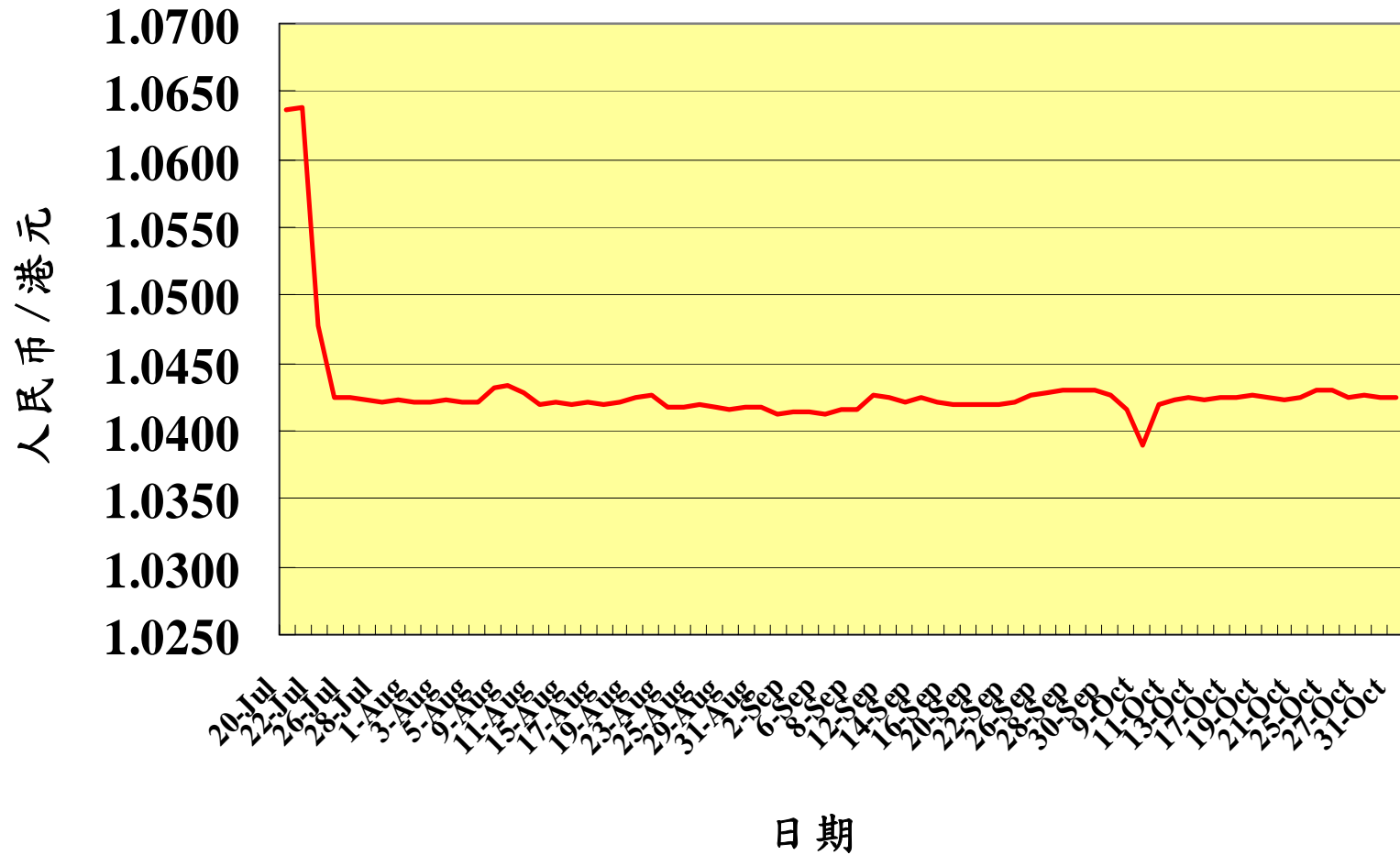
四、对香港的影响

- 如上述，周小川行长透露的11个货币之中，没有包括对美元硬挂钩的港元。
- 香港与大陆的经贸关系密切，比其它一些周行长提及的经济体系程度更高。
- 但由于港元对美元的7.80联系汇率制度，人民币对美元升值，意味亦对港元升值。美元在一篮子之内、无公布的权重可能已反映这一点考虑。

四、对香港的影响

- 港元制度经2005年5月18日的三项优化措施(包括推出强方兑换保证)后，港元兑美元的汇率波动可以在7.75与7.85之间，有1000点子(约1.3%)。故此，人民币对美元升值(或贬值)的幅度与对港元升值(或贬值)的幅度，不会百分百相同。
- 2005年7月20日，人民币兑港元的收盘价为1.0637。下图是人民币兑港元到10月31日为止每一个交易天的收盘价，最强是10月初黄金假期后，升幅相对于7月20日为2.38%。

人民币对港元的收盘价



四、对香港的影响

- 中国经济改革目前正进入关键的阶段：金融改革。一个明显的矛盾是：中国的金融力量与她的整体实质经济力量并不相称。尽管她的银行、证券及债务制度仍大有问题，但作为高速增长的世界加工厂，她在国际贸易、金融等市场和非市场机制之中，影响以至讨价还价的能力看来是太低了。这几年遭受的种种外在压力和待遇乃具体证据。

四、对香港的影响

- 这方面，中国内地应该自我检讨其发展策略。正如上述，进度要快也快不了。
- 无论如何，香港是具备先进的硬件及软件的国际金融中心，应该可以就纠正明显地不平衡的形势，作出较大的贡献。中国在开拓短期及长期的资本市场、商品及期货机制与工具、人民币外围业务等方面，大概有更多借助和利用香港的余地。

结语

- 总而言之，中国内地必须通过改革，建立资金来源及资金更合理流动与配置的经济体系，增加投资主体和消费者对价格的敏感度。这样，政府才可以有效地从以量的行政调控为主转移至以价格(利率或汇率)调控为主的宏观经济政策。
- 改革看来会不断进行。2005年7月人民币汇率的制度变化无疑是众多里程碑的其中之一。外汇管制亦将有秩序地放宽。
- 不过，问题十分复杂，跟严重的世界性经济结构矛盾有关。进程并非越快越好。

结语

- 另一方面，中国近年以至未来的内忧外患，反映出所谓“低效率、高增长”的特殊发展困难。在不易克服的资源制约底下，这能否长期维持？能够持续多久？外在形势是否会于可见将来都对中国有利？方便国家大量地进出口和吸纳国际资金，以使她顺利“和平崛起”？
- 需要深思的，是中国经济的发展策略，外汇制度只属其中的一个构成部份。