

# ECON 7050 International Trade and Finance in China

## Lecture 7: The Foreign Exchange System in China 第七講：中國的外匯制度

香港浸會大學MBA課程

曾澍基教授

浸會大學經濟系

[www.hkbu.edu.hk/~sktsang](http://www.hkbu.edu.hk/~sktsang)

2008年3月

# 中國的外匯制度：大綱

- 一、內地外匯制度的改革歷程
  - (1) 外匯管制
  - (2) 匯率制度
- 二、人民幣壓力的歷史背景
  - (1) 外在因素
  - (2) 內在因素

# 中國的外匯制度：大綱

- 三、內地外匯制度改革方向
  - (1) 內部長遠考慮
  - (2) 內部周期性考慮
  - (3) 外在因素
  - (4) 外在(美元)因素
- 四、人民幣與參考一籃子貨幣
- 結語

# 一、內地外匯制度的改革歷程

- 外匯制度有(1)外匯管制(foreign exchange controls)與(2)匯率制度(exchange rate regime)兩方面。
- 兩方面有關係，但自由兌換(full convertibility)不等如匯率浮動。香港沒有任何外匯管制，但港元兌美元的匯率自1983年到現在是7.80。
- 直至1994年改革的過程，請參考Tsang Shu-ki, “Towards Full Convertibility? China’s Foreign Exchange Reforms”, China Information, vol. IX, no.1, 1994, pp.1-41 (a version can be downloaded at: [www.hkbu.edu.hk/~sktsang/China\\_forex\\_1994.pdf](http://www.hkbu.edu.hk/~sktsang/China_forex_1994.pdf))

# 一、內地外匯制度的改革歷程

- 而1996年底中國達至經常項目可兌換(current account convertibility/Article VIII convertibility)的分析，可參考：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](http://www.hkbu.edu.hk/~sktsang/China_forex_1997.pdf))。

# 一、內地外匯制度的改革歷程：

## (1)外匯管制

- (1)外匯管制：
  - 1980年開始自由化
  - 先經常項目(current account)，後資本項目(capital account)自由化
  - 理論基礎：經常項目的波動(volatility)較細。參考Sebastian Edwards, “The order of liberalization of the balance of payments : Should the current account be opened up first ?” World Bank Staff Working Paper, no. 710, 1984.

# 一、內地外匯制度的改革歷程：

## (1)外匯管制

- (1) 外匯管制
  - 1980年代貿易(出入口權)逐漸開放、採用外匯留成 (foreign exchange quota retention)制度、設立外匯調劑中心(swap centres)
  - 1994年大改革
  - 1996年底：達致經常項目可兌換
  - 2001年加入世貿組織(WTO)
  - 資本項目管制的有秩序放寬
  - 資本開始“走出去”
  - 短期資金流動：QFII(2002)與QDII(2006)

# 一、內地外匯制度的改革歷程：

## (1)外匯管制

- “從開放的進程看，中國資本帳戶開放根據先流入後流出、先長期後短期的順序和外商直接投資、債務融資、證券融資等主要項目逐步開放的原則，走了一條漸進式開放的道路。按照國際貨幣基金組織劃分的43個資本交易項目，目前我國有將近一半的資本項目交易已基本不受限制或有較少限制，有四成多交易項目受較多限制，嚴格管制的項目僅有一成多。就吸收外商直接投資而言，我們的開放程度甚至高於一些發達國家。”（國家外匯管理局副局長馬德倫在“國際資本的中國戰略”高層論壇上的講話，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)）



# 一、內地外匯制度的改革歷程：

## (2) 匯率制度

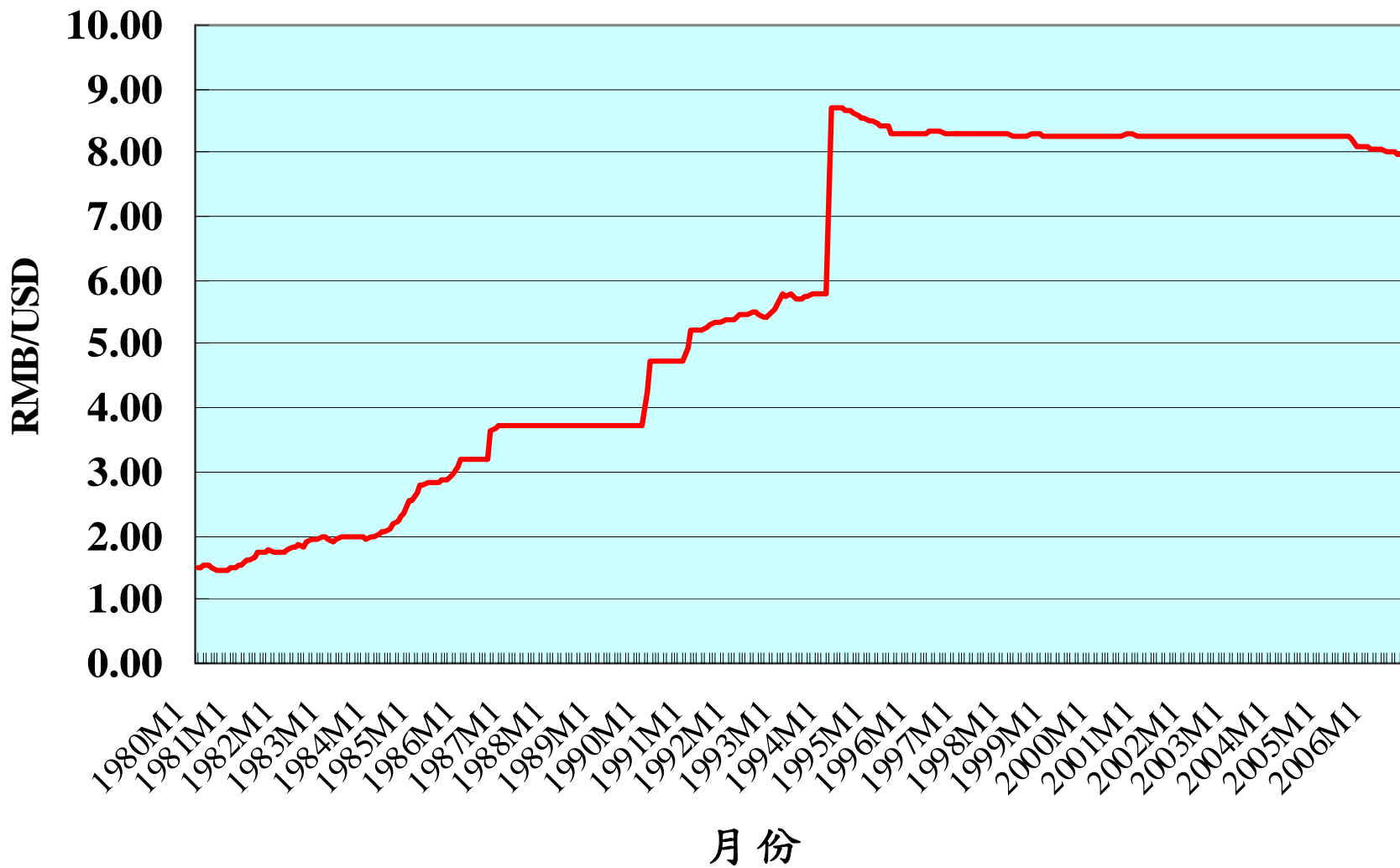
- (2) 匯率制度
  - 1981-1984：實行官方匯率(RMB1.50/USD)與內部結算價(internal settlement rate: RMB2.80/USD)的雙軌制(dual exchange rate system)
  - 1985-1987：匯率統一，間歇地貶值
  - 1988年外匯調劑中心(swap centres)經試點後全國推行：雙軌制---官價及調劑價再現
  - 1991年開始“有管理浮動匯率制”(managed float)， “微調”(fine tuning)代替大幅貶值

# 一、內地外匯制度的改革歷程：

## (2) 匯率制度

- (2) 匯率制度
  - 1994年大改革：(1)統一匯率；(2)成立銀行間外匯市場(interbank forex market)；(3)取消外匯留成、推行結匯制、但基本上撤除外貿的外匯配給(rationing)
  - 其後人民幣兌美元的匯率十分平穩，形成了跟美元的“軟掛鈎”(soft peg)。1997年第4季至2005年7月，貼近在RMB8.28/USD的水平。
  - 人民幣匯率改革之前高估，改革後大幅向低調整，有利出口及吸引外資。

# 人民幣兌美元的每月平均匯率



# 一、內地外匯制度的改革歷程：

## (2) 匯率制度

- 1994年至2005年的軟掛鈎 (soft peg) 則方便外資的平穩流入，以及金融市場(中國最弱的一環)的發展。
- 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貢獻。
- 中國外匯儲備2006年2月上升為全球第一大，年底超過一萬億美元。2007年底超越15000億美元。作為一個13億人口，而總貿易量達到GNI(GNP)的70%的大國，其實不算太多，而且大量投資為美元資產——出現左手入(貿易順差)右手出(外匯儲備投資於美元債券)的問題。

# 一、內地外匯制度的改革歷程：

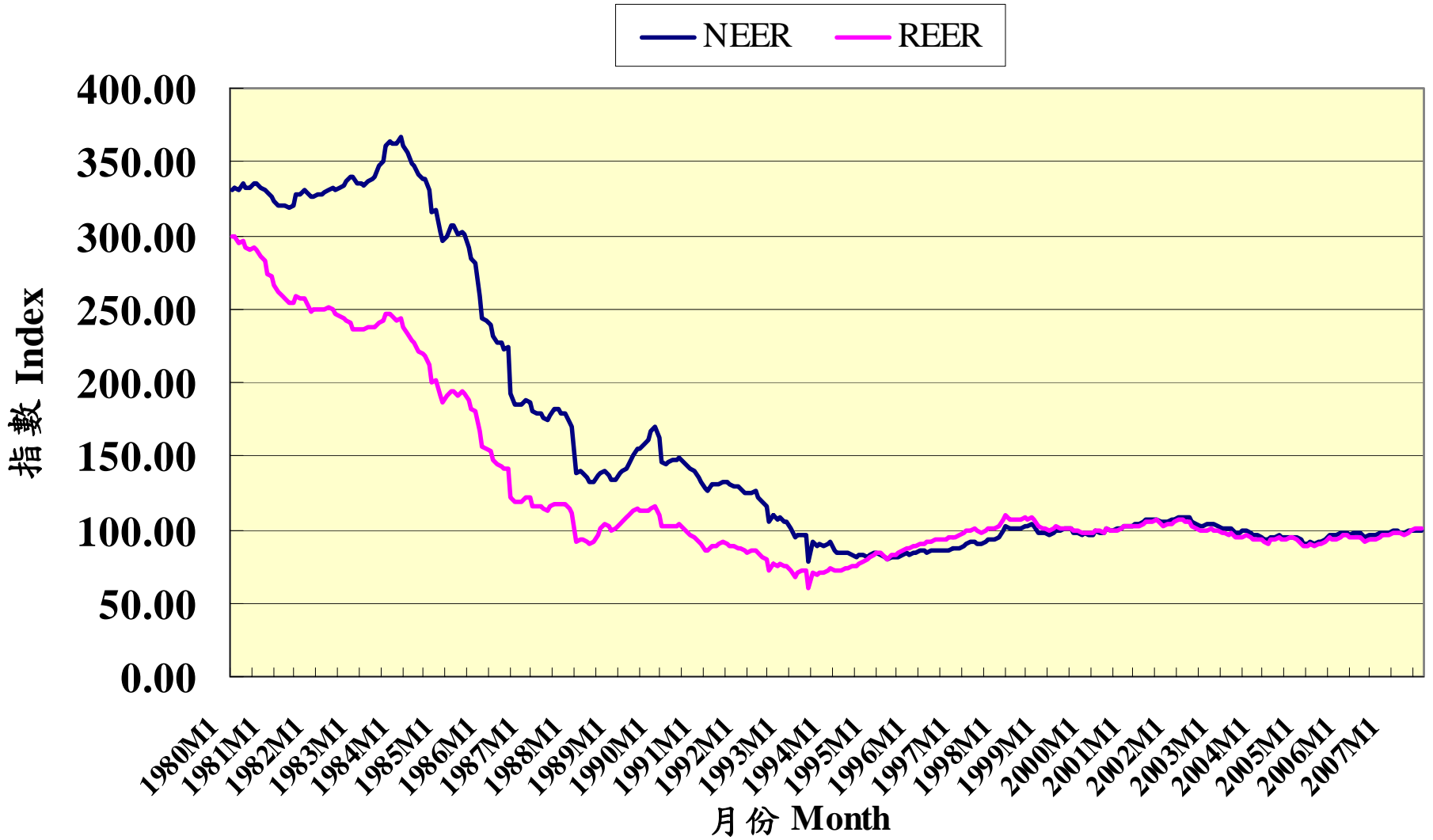
## (2) 匯率制度

- 按國際貨幣基金組織(IMF)的資料，自 1994 年初人民幣對一籃子貨幣的實質有效匯率(real effective exchange rate)指數從 72.0 左右升至 1998 年初約 109.0(+52%)，到 2002 年 2 月為 107.0(+49%)，到 2005 年 6 月為 91.6(+28%)，到 2007 年 9 月為 101.3(+41%)。實質匯率是由名義有效匯率(nominal effective exchange rate)以相對通脹率(relative inflation rate— $\text{Price Level}_{\text{home}}/\text{Price Level}_{\text{foreign}}$ )調整而得出。

- $$\text{REER}\uparrow = \text{NEER}\uparrow \times \frac{\text{PriceLevel}_{\text{home}}\uparrow}{\text{PriceLevel}_{\text{foreign}}\downarrow}$$

- REER 上升(即實質升值)意味一個經濟體系的國際競爭力的下降。

# 人民幣的名義及實質有效匯率指數 NEER and REER of the Renminbi



## 二、人民幣壓力的歷史背景

### (1) 外在因素

- 自2003年，人民幣升值和增加彈性的壓力，主要來自美國，其次是部份歐洲國家。
- 美國的政治和部份經濟利益因素在發揮作用，一些傳統的製造業針對中國“出口”的廉價貨品。
- 美國經濟的對外逆差及淨負債不斷擴大，而美元跌勢又反復持續，矛頭指向了中國的匯率及貿易制度。

## 二、人民幣壓力的歷史背景

### (2)內在因素

- 人民幣另一升值的壓力，是大陸本身自2003年下半年出現的通脹現象，部份論者認為這和人民幣匯率低估，熱錢流入有關，升值有助紓緩這些壓力。
- 另些則認為升值和具彈性的匯率制度是更有效的宏觀調控機制的構成原素。
- 一些論者強調，長期用低估的匯率刺激出口，方便中國變成世界工廠，有礙產業轉型，效率提升，並非適當的增長策略，升值或彈性匯率有利進入更高級的發展型態。



## 二、人民幣壓力的歷史背景

### (1) + (2) 內外因素

- 以美國為首所施的外在壓力是否合理？面對世界經濟結構的特殊變化，中國須抗拒還是順應壓力？
- 在中國內部中短期經濟走勢之下，人民幣匯率彈性調整會不會發揮真正有效的宏觀調控作用？
- 長遠而言，中國應走什麼的“高檔”、“優化”發展道路？她具備大部份的條件嗎？人民幣加速自由兌換及匯率浮動是否此類發展策略的關鍵成份？

# 三、內地外匯制度的改革方向

## --內部考慮

- 跟人民幣的壓力一樣，這有內外兩方面的考慮。先看內部因素。
- 中國的外匯制度改革方向明顯：(1)資本項目可兌換以至人民幣完全自由兌換(**full convertibility**)；(2)匯率的決定(**exchange rate determination**)由行政轉向市場供求或宏觀政策。兩方面既有連繫，亦有獨立性。
- 關鍵是改革速度、次序與套配措施。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## --內部考慮

- 速度不是越快越好(下兩表採自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。可下載於：  
[https://www.hkimr.org/cms/upload/publication\\_app/pub\\_full\\_0\\_2\\_39\\_wp200209\\_text.pdf](https://www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_39_wp200209_text.pdf)。

Table 1: Currency's Convertibility in Developed Industrial Countries

(in order of the time when establishing capital account convertibility)

Countries	Time when Establishing Current Account Convertibility	Time when Establishing Capital Account Convertibility	Length of the Interval between Current Account Convertibility and Capital Account Convertibility (years)
USA	1946	1973	27
Germany	1961	1975	14
Great Britain	1961	1979	18
Switzerland	1992	1980	- 12
Japan	1964	1980	16
Australia	1965	1983	18
New Zealand	1982	1984	2
Netherlands	1961	1986	25
Denmark	1967	1988	21
France	1961	1989	28
Sweden	1961	1989	28
Austria	1962	1990	28
Italy	1961	1990	29
Belgium	1961	1990	29
Luxembourg	1961	1990	29
Norway	1967	1990	23
Ireland	1961	1990	29
Finland	1979	1990	11
Spain	1986	1993	7
Portugal	1988	1993	5
Greece	1992	1994	2
Iceland	1983	1995	12

Sources: Time when establishing current account convertibility (IMF1994b); Time when establishing capital account convertibility, Quirk (1994a,b).

Table 2: Currency's Convertibility in Developed Industrial Countries

(in order of the interval time between current account and capital account convertibility)

Countries	Length of the Interval between Current Account Convertibility and Capital Account Convertibility (years)
Italy	29
Belgium	29
Luxembourg	29
Ireland	29
France	28
Sweden	28
Austria	28
USA	27
Netherlands	25
Norway	23
Denmark	21
Great Britain	18
Australia	18
Japan	16
Germany	14
Iceland	12
Finland	11
Spain	7
Portugal	5
New Zealand	2
Greece	2
Switzerland	- 12

Source: see Table 1.

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (1) 內部長遠考慮

- 中國的匯率制度不應因短期壓力而隨便更改變動，因為高速增長背後，內地經濟面對三大主要難題：(1) **資源制約** (resource constraints)嚴重影響中國和平崛起的機會；(2) **就業不足與人口老化的吊詭** (paradox)；(3) **金融改革與發展的挑戰**。
- 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)。中國當然不能亦不應長久地替他國生產廉價貨品，但看來亦難以推行如瑞士式的高匯率、高效率的發展模式。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (1) 內部長遠考慮

- (1) **資源制約**：中國人口全球最多，但人均資源卻顯著地低於世界平均，例如據估算人均耕地只有世界平均三分之一，人均水資源只有世界平均四分之一。2000年，人均石油可採儲存量為2.6噸，人均天然氣可採儲存量1074立方米，人均煤炭可採儲存量90噸，分別只有世界平均值的11.1%、4.3%和 55.4%。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (1) 內部長遠考慮

- (2) **就業不足與人口老化**的吊詭：一方面農民須大量轉移，中國要變成世界工廠，但另一方面人口出現“未富先老”，勞動年齡人口的絕對數量，在2020年左右就會開始下降。
- 人口增長放慢好像是好事。但步伐太快使人口紅利(demographic dividend)過急地消失，加重了社會扶養的負擔，特別是中國還未進入全面工業化的階段。這是“未富先老”的意思。解決這個矛盾，必須同時保持競爭力和提高效率。



# 三、內地外匯制度的改革方向

## (1) 內部長遠考慮

- (3) **金融改革與發展**：(i) 銀行壞帳與資金外流；(ii) 証券(股票及債券)市場的發展。
- 這方面參考我之前兩課的筆記。
- 中國中央銀行2007年的報告，總結了成績和問題。
- 總言之，中國沒有足夠的實力和基礎，把人民幣**大幅**升值，或者**儘快**推行人民幣的自由兌換。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (1) 內部長遠考慮

- “目前，我国金融市场虽然取得了有目共睹的成绩，但仍然面临许多问题，如：直接融资与间接融资结构不平衡的矛盾依然突出，银行贷款在社会总融资量中占绝对比重；市场发展不平衡，债券市场的发展落后于股票市场；信息披露、信用评级等基本市场约束与激励机制尚未完全发挥作用；金融产品的种类和层次不够丰富，市场的功能还有待进一步提升等。金融市场创新和发展的任务依然十分紧迫。”<中国人民银行二〇〇六年第四季度中国货币政策执行报告>

(<http://www.pbc.gov.cn/showacc2.asp?id=969>)

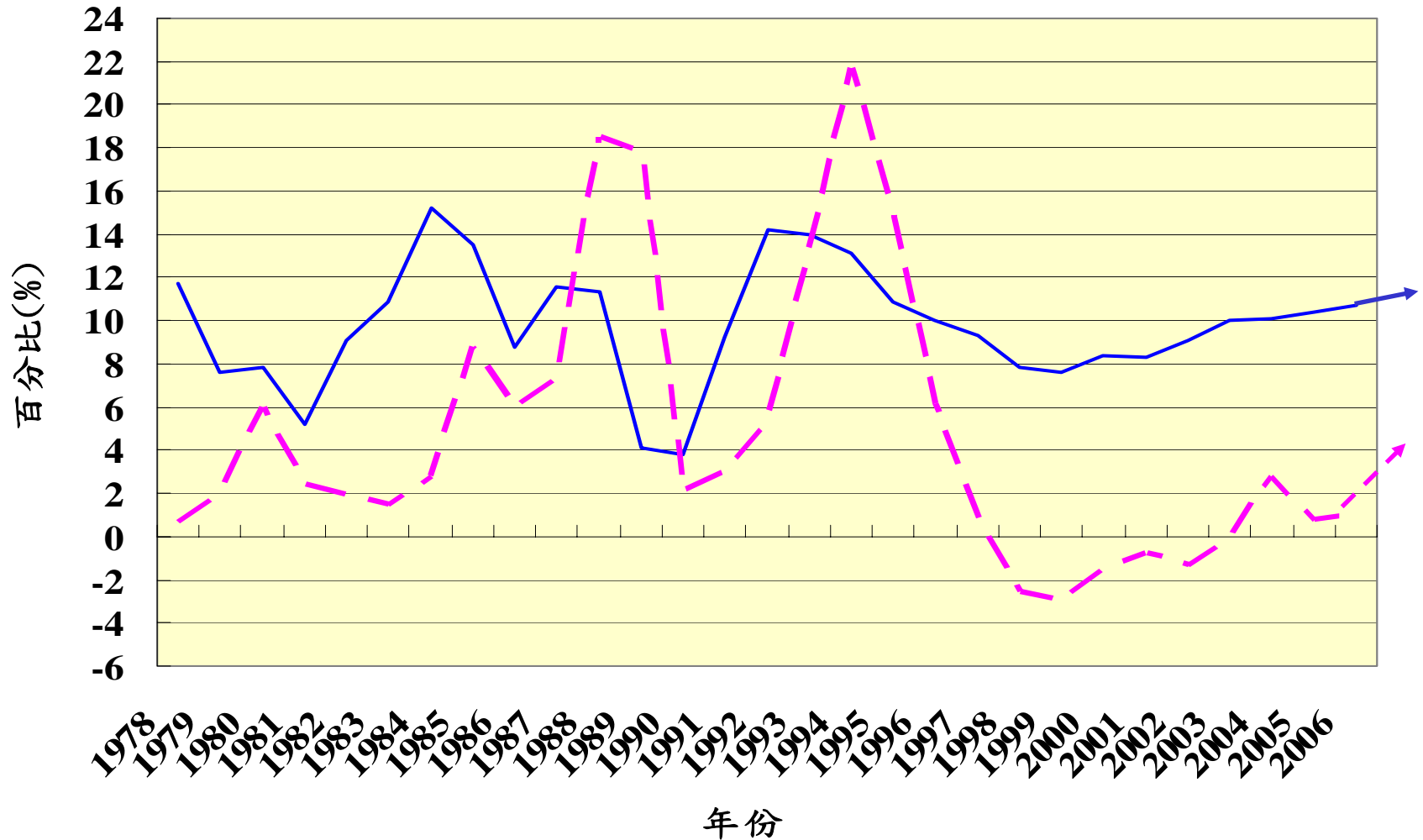
# 三、內地外匯制度的改革方向

## (2) 內部周期性考慮

- 人民幣升值及增加彈性，是否紓解宏觀經濟周期性過熱(cyclical overheating)的有效辦法？
- 關鍵是這次從通縮走出來不久的過熱的原因是什麼？
- 簡單來說是兩個主因：一是糧食供求問題，二是投資膨脹。

# 中國的經濟增長與通脹

— GDP 实质增长率    - - - 零售通胀率



# 三、內地外匯制度的改革方向

## (2) 內部周期性考慮

- 改變匯率機制對兩個主因都無大幫助。糧食生產及投資對匯率的敏感度(彈性)都屬偏低。
- 對付“過熱”，中國政府的調控手段偏向兩種，一是收緊信貸銀根：包括提高金融機構的存款準備金，通過央行的公開市場操作——發行更多較長期的央行票據和回籠基礎貨幣，以及實行央行對金融機構再貸款(再貼現)加點浮息制度等等。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (2) 內部周期性考慮

- 二是產業政策(industrial policy)引導，嚴格市場准入，例如針對鋼鐵、電解鋁、水泥、電石、鐵合金、焦炭等行業。
- 政策對其中行業的建設項目提高資本金比例，並進行總量控制，扶優限劣。此外，政府還加強對農業、社會事業等薄弱環節的支持，包括對種糧農民的直接補貼制度。
- 這些手段以量控為主，帶有濃厚的行政色彩。但從近兩年高增長、低通脹的宏觀形勢來看，它們基本上還是**有效**的。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (2) 內部周期性考慮

- 不過，由於外資湧入中國的勢頭太過猛烈，而銀行的流動資金因改革及其他因素亦急增，近兩年人民銀行要進行大規模的人民幣和美元的公開市場貨幣操作，以對沖/沖銷(sterilize)流動性過剩的問題。存款準備金率亦不斷地提高(2007年達10次)。這股流入熱潮帶有頗濃的投機意味，制度性的改變看來不宜過激。
- 參考吳曉靈，〈流動性過剩與金融市場風險〉，2007年9月13日，中國人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/showacc2.asp?id=1018>)

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (3) 外在因素

- 中國的過熱是否與外資大量流入有關，需要通過升值去冷卻？
- 中國於2001年底加入WTO後，資金的確有加速流入的趨勢，例如外商直接投資的合同金額，2003年便破了1993年(鄧旋風)的紀錄，2004-2007年又層樓再上。此外，大量帶有投機性的資金亦通過各種渠道湧入。



## 中國的外匯儲備

### Foreign Exchange Reserves in China

年份	億美元
Year	US\$100 million
1979	8.40
1980	-12.96
1981	27.08
1982	69.86
1983	89.01
1984	82.20
1985	26.44
1986	20.72
1987	29.23
1988	33.72
1989	55.50
1990	110.93
1991	217.12
1992	194.43
1993	211.99
1994	516.20
1995	735.97
1996	1050.29
1997	1398.90
1998	1449.60
1999	1546.75
2000	1655.74
2001	2121.65
2002	2864.07
2003	4032.51
2004	6099.32
2005	8189.00
<b>2006 (World's No. 1)</b>	<b>10663.44</b>
<b>2007</b>	<b>15282.49</b>

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (3) 外在因素

- 以2004年為例，當年中國出口5933.6億美元，進口5613.8億美元，貿易順差**319.8億美元**；而合同外資金額1534.79億美元；實際使用外資金額**606.3億美元**。兩方面共計**926.1億美元**。
- 不過，中國的外匯儲大幅攀升。2004年末，國家外匯儲備6099.32億美元，比2003年末增加了**2066.81億美元**。超過1000億美元的差額，很難只用其他的經常項目及規範內的短期資本項目的順差來解釋。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (3)外在因素

- 按《21世紀經濟報導》的分析，“熱錢”可能分三路入境。
- **貿易**領域出現了“外匯順收大於外貿順差”；在**非貿易**領域，個人因私匯款收入跳躍式增長；**資本**層面則表現在外資銀行和外商投資企業利用中、外資銀行在外匯貸款結匯以及中、外資企業在外債管理等方面的差別待遇，採用“借國內外匯貸款—國內外匯貸款支付進口—出口收匯結匯—歸還人民幣貸款”、“借國內外匯貸款—國內外匯貸款結匯—歸還人民幣貸款”等形式，進行本外幣債務置換，從而形成國內短期外債和國內外匯貸款雙增的局面。（〈國際熱錢再襲中國外匯局拋出三大殺手鐮〉，2004年11月8日，<http://www.nanfangdaily.com.cn/jj/20041108/jr/200411080030.asp>)

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (3)外在因素

- 單就貿易順差而言，亦有不正常的因素。部份投資或投機者預計人民幣會一段時期內持續升值，因而透過各種方法套取人民幣，其一是所謂價格轉移 (transfer pricing)：特別在出口貨品價格方面。部份的中國出口商(包括外商投資企業)和外國入口商串連，人為地抬高中國出口貨品的價格，結果擴大了中國的順差以及外匯儲備。
- 故此，中國外匯儲備之中，包含了**投機性**的、通過貿易結匯而變為人民幣的資金。這些資金的策略是當人民幣顯着升值的時候，以反向的價格轉移調走來賺取利潤，那麼中國的貿易順差就會出現波動，外匯儲備亦可能迅速下降。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (3) 外在因素

- 此所以，一些經濟學家並不贊成人民幣大幅升值，以免中了投機者的圈套。他們認為，要減低貿易順差，中國應該擴展內需(特別是公共服務及消費需求)；同時可開徵出口稅，作為一種緩解人民幣升值壓力的替代方式。
- 與人民幣升值不同，出口稅不會造成中國方面持有的以美元計算的資產貶值，並為中國政府帶來更多的財政收入。出口稅還會“抑止已經導致中國宏觀經濟管理複雜化的投機行為”。如果潛在的國際投機者確信，中國更願意接受出口稅而非人民幣升值，流入中國的“熱錢”將會逐漸減少。”(〈斯蒂格利茨建議中國開徵出口稅代替人民幣升值〉，轉載於新華網，2005年04月28日([http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/fortune/2005-04/28/content\\_2888054.htm](http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/fortune/2005-04/28/content_2888054.htm)))

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (4)外在(美元)因素

- 目前，人民幣升值和匯率制度自由化的壓力，主要來自美國。
- 中國的對外貿易自1990年代下半葉有順差。但除了2005-2006年因為全球進入紡織品貿易“後配額時代”(中國優質低廉的紡織產品湧入歐美)，以及其他特殊因素(部份包括上述對人民幣升值的投機性行為)之外，中國順差的相對體積並不算大。
- 況且，中國對美國有擴大的貿易順差，但近年對其他大部份貿易伙伴都出現逆差(2005年及之前，中國對美國以外的全球根本就呈逆差：即中國的整體貿易順差少於它對美國的貿易順差)。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (4)外在(美元)因素

- 2002年美國對中國的逆差只佔它總體逆差的22%，這點是美國布殊總統前首席經濟顧問N. Gregory Mankiw也承認的。2004年，按美國數字，美國對外的貿易逆差達破紀錄的6654億美元，但中國的1619億美元不過占她整體逆差的24.3%。而按中國統計，中國對美國的貿易順差只有802.7億美元；2005年及2006年因上述情況，順差升至1141.7億美元和1442.6億美元。
- 更且，目前中國超過一半的出口源自外資企業。換言之，作為世界加工廠，中國很多的出口是世界其他廠家(包括美國的廠家)的出口。



# 三、內地外匯制度的改革方向

## (4)外資(美元)因素

- 商務部副部長易小准2006年2月14日：“在2005年中國1019億美元的貿易順差中，在華外商投資企業的貿易順差淨值達844億美元，佔到總額的83%。”他表示，2005年中國出口總額中，有58%來自外商投資企業，1019億美元的貿易順差中，外商投資企業的貿易順差淨值更是佔到總額的83%。如果我們把這一部分扣除，那麼中國的貿易順差僅為175億美元。（〈商務部駁斥中美經貿失衡說 順差8成源自在華外企〉，  
<http://202.108.40.100/content/zongheng/guonei/200602/51Q50RRS067753.htm>)

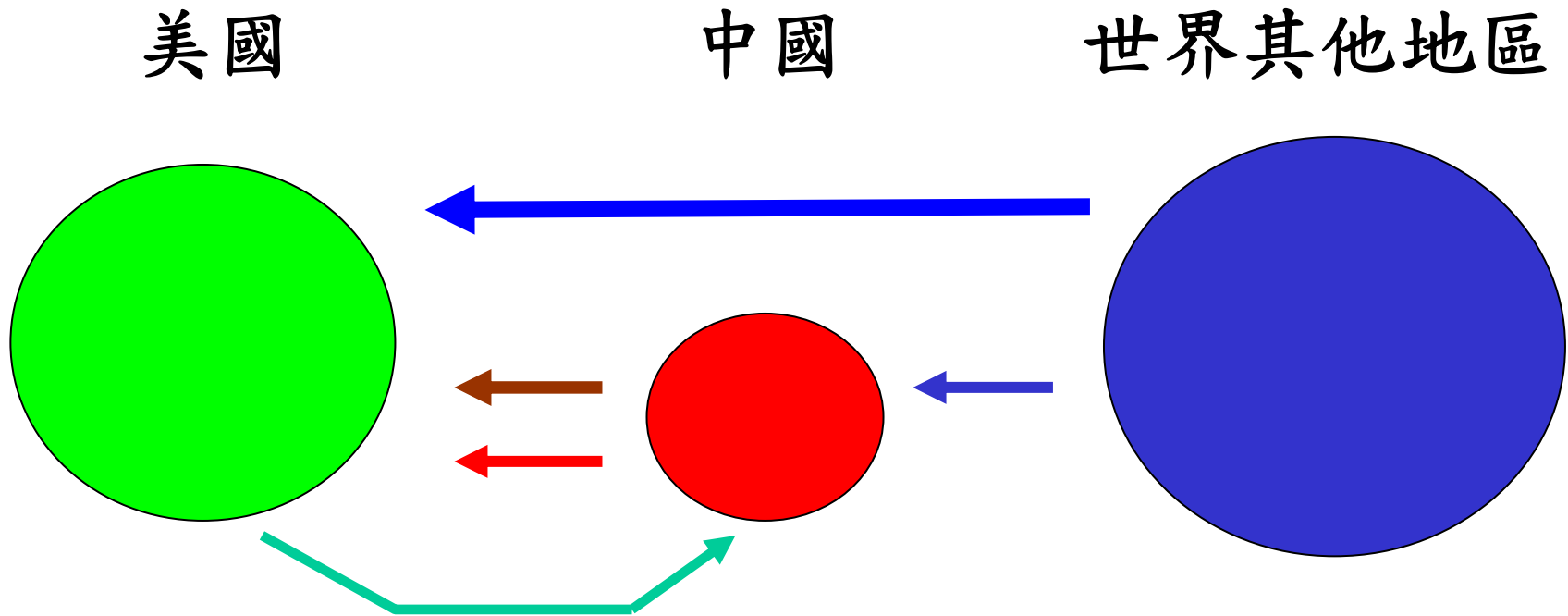


## 2006年中國全國進出口企業性質與貿易方式

Statistics on Import/Export of of China  
According to Operation Body and Trade Method in 2005  
金額單位：億美元 Unit: US\$100,000,000

類 別 Type	出口 Export		進口 Import	
	本年累計	比重(%)	本年累計	比重(%)
<b>全國總計 Total</b>	<b>9690.7</b>	<b>100.00</b>	<b>7916.1</b>	<b>100.00</b>
<u><b>(I) 企業性質 Types of enterprises</b></u>				
其中：in which				
國有企業 SOEs	1913.4	19.74	2252.4	28.45
<b>三資企業 FIEs</b>	<b>5638.3</b>	<b>58.18</b>	<b>4726.2</b>	<b>59.70</b>
其他 others	2139	22.07	937.5	11.84
(集體企業) (Collective)	(410.9)	(4.24)	(199.6)	(2.52)
(私營企業) (Private)	(1707.4)	(17.62)	(728.4)	(9.20)
<u><b>(II) 貿易方式 Forms of trade</b></u>				
其中：in which				
一般貿易 General trade	4163.2	42.96	3331.8	42.09
<b>加工貿易 Processing trade</b>	<b>5103.7</b>	<b>52.67</b>	<b>3214.9</b>	<b>40.61</b>
(進料加工) ( Processing imported materials)	(4158.9)	(42.92)	(2476.6)	(31.29)
(來料加工) (Processing materials supplied by clients)	(944.8)	(9.75)	(738.3)	(9.33)
其他貿易方式 Other trade methods	423.8	4.37	1369.4	17.30

### 三、內地外匯制度的改革方向 (4)外在(美元)因素



# 三、內地外匯制度的改革方向

## (4)外在(美元)因素

- 中國外匯儲備全球第一大，其實不算太多，而且大量地投資為美元資產——出現**左手入右手出**的問題。
- 在某個程度上，中國的“三高一低”的加工型增長和對美元資產大量投資的發展模式，是世界經結構不平衡(所謂中美的**雙生體symbiosis**)的一種表徵。
- 這方面，中國的金融力量落後於她的實質經濟力量，外向型發展增加值不高之下反應亦頗為被動。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (4)外在(美元)因素

- 中國的外匯儲備大量投資在美元債券，人民幣若大幅升值儲備有可能急降，中國資金便要從美國調走。美國會贏了貿易，輸了投資。這個矛盾不少客觀的評論家都有指出。
- 在布殊減稅的情況下，克林頓年代的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。換句話說，現實是美元的弱勢，多於其他主要貨幣以至貴金屬的強勢。解決的**根本辦法**，是美國應增加儲備，減低債務，並糾正對外的不平衡。

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (4)外在(美元)因素

- “AMERICAN politicians and businessmen view China's undervalued exchange rate and its huge current-account surplus as the main cause of America's vast deficit. Thus next week a high-powered delegation led by Henry Paulson, America's treasury secretary, will fly to Beijing to persuade China to take measures to reduce its surplus. **But are they heading to the right place?** At the global level, the biggest counterpart to America's deficit is **the combined surpluses of the oil-exporting emerging economies**. They are expected to run a total current-account surplus of **some \$500 billion** this year, dwarfing China's likely surplus of \$200 billion...” (“The petrodollar peg”, **The Economist**, 7/12/2006)

# 三、內地外匯制度的改革方向

## (4)外(美元)因素

- 不過，美國經濟是否完全像表面的國民數據 (national statistics) 那樣差，還是有**爭論**的。在所謂“全球化”之下，美國的跨國企業 (MNCs – multinational corporations) 於很多領域內仍佔主導，它們的巨額利潤/收入/盈餘，未必充份地計算在美國的經濟數據之中。
- 參考 Joseph Quinlan, “Wanted: Another Scoreboard for U.S. Trade”, 6/12/2005 ([www.theglobalist.com/StoryId.aspx?StoryId=4898](http://www.theglobalist.com/StoryId.aspx?StoryId=4898)) ; 李德水, <控制外匯儲備增長的對策>, 4/7/2006, 轉載於 [http://news.hexun.com/1713\\_1715014A.shtml](http://news.hexun.com/1713_1715014A.shtml)。

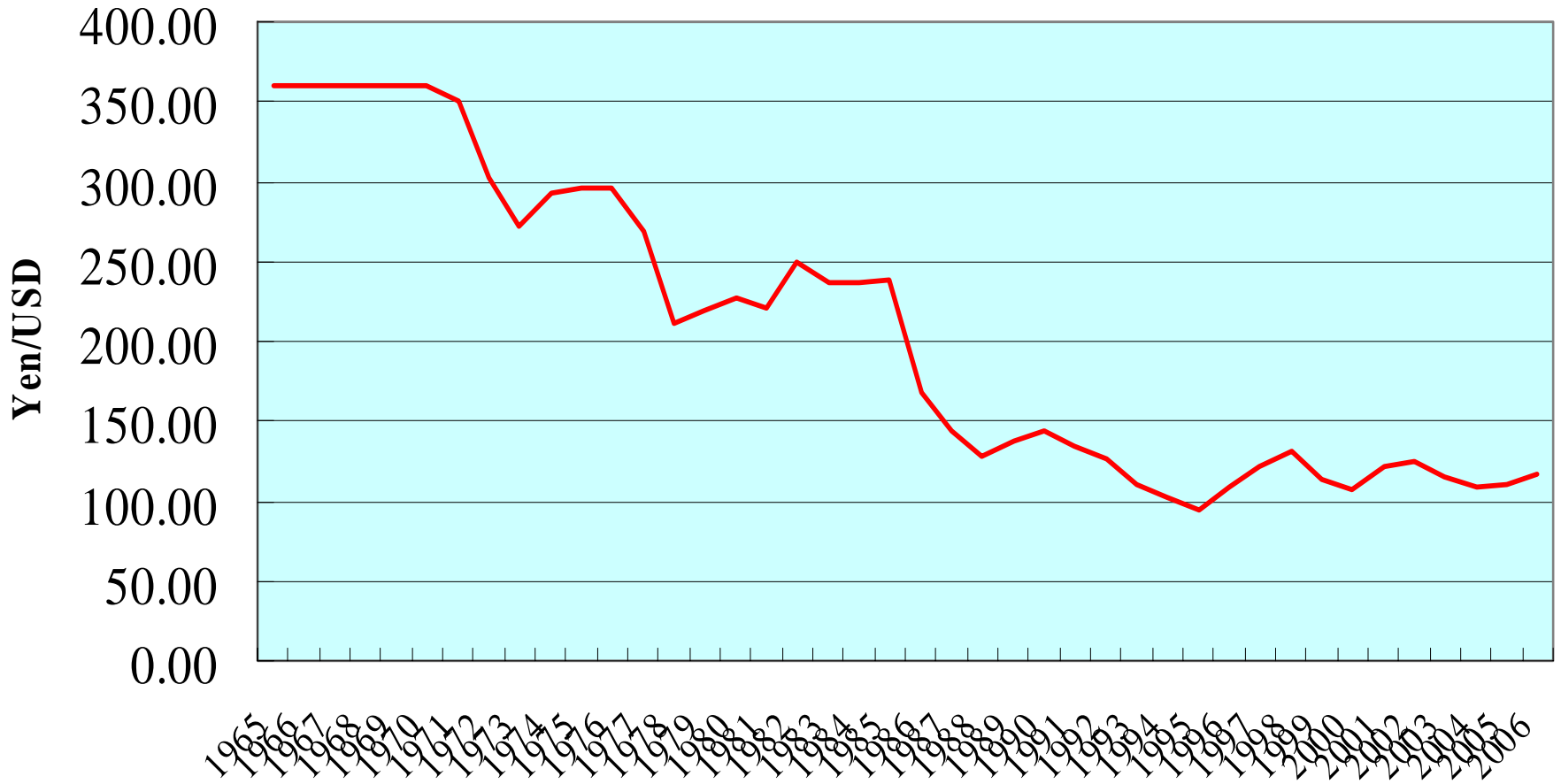
# 三、內地外匯制度的改革方向

## (4)外在(美元)因素

- 無論如何，正如**Ronald McKinnon**的分析，人民幣**大幅升值**，不會解決美國的對外不平衡，而且中國可能因**REER**的急升，引致金融泡沫，爆破後經濟衰退，**步日本的後塵**，進入流動陷阱(liquidity trap)甚至持續的通縮。
- **Ronald McKinnon, “China’s New Exchange Rate Policy: Will China Follow Japan into the Liquidity Trap?”** 載於：  
[www.asiapacificresearch.ca/caprn/dss\\_project/resources/mckinnon/exchange\\_rate.pdf](http://www.asiapacificresearch.ca/caprn/dss_project/resources/mckinnon/exchange_rate.pdf)

# Annual Average Yen/USD Exchange Rate: 1965-2006

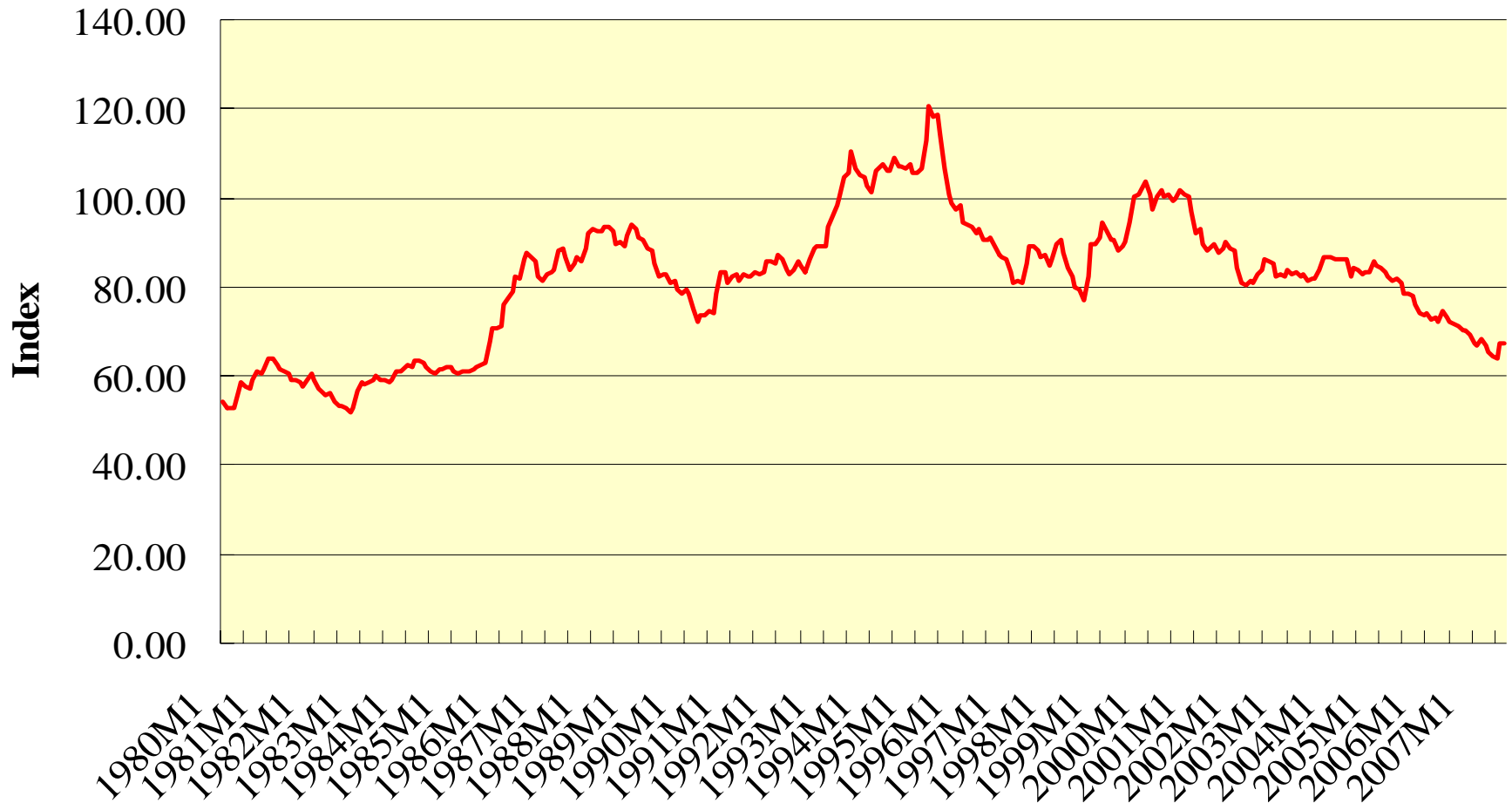
— Yen/USD average exchange rate



Year  
Source: IMF



## REER of Japan: 1980-2007

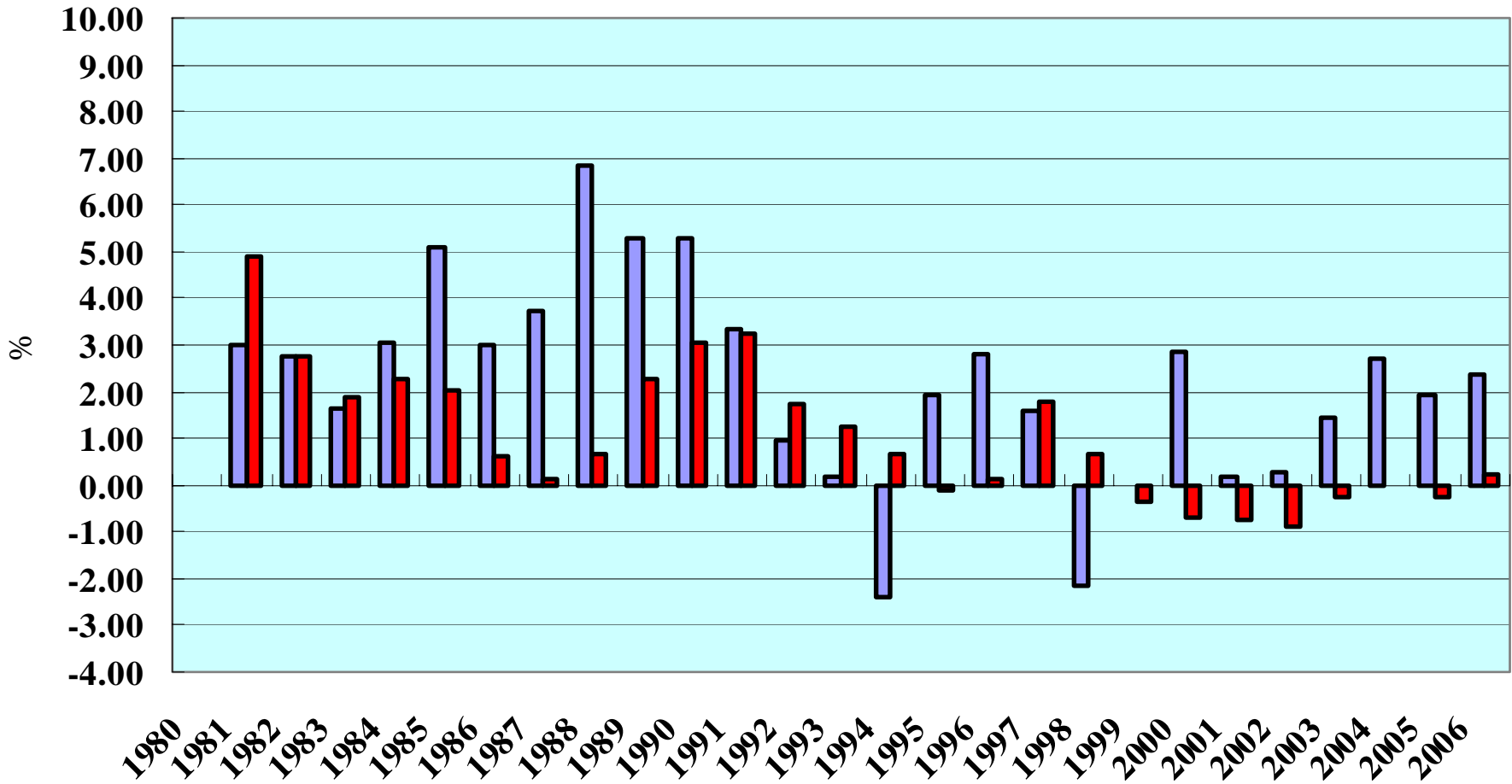


Month

Source: IMF

# Real Growth and Inflation in Japan

■ GDP growth ■ CPI inflation



Year  
Source: IMF

### 三、內地外匯制度的改革方向

#### (4)外在(美元)因素

- 實質匯率是由名義有效匯率(nominal effective exchange rate)以相對通脹率(relative inflation rate--- $\text{Price Level}_{\text{home}}/\text{Price Level}_{\text{foreign}}$ )調整而得出。
- **REER**↑ = **NEER**↑ x  $\frac{\text{PriceLevel}_{\text{home}}\uparrow}{\text{PriceLevel}_{\text{foreign}}\downarrow}$
- 對中國來說，一個較佳的做法是同時(1)微調名義匯率 (NEER)；(2)擴大內需以有秩序地提高通脹率 ( $\text{PriceLevel}_{\text{home}}$ )，來紓解過多的國際收支盈餘。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 2005年7月20日，人民幣對美元的收盤價為8.2764，加權平均價為8.2765。7月21日<中國人民銀行公告〔2005〕第16號：中國人民銀行關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告>  
[www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1550](http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1550))
- 美元對人民幣交易價格調整為1美元兌8.11元人民幣。自即日起，開始“實行以市場供求為基礎、**參考**一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。人民幣匯率不再盯住單一美元，**形成更富彈性的人民幣匯率機制。**”

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 銀行間外匯市場
- “中國人民銀行於每個工作日閉市後公佈當日銀行間外匯市場美元等交易貨幣對人民幣匯率的收盤價，作為下一個工作日該貨幣對人民幣交易的中間價格。”
- 外匯管理局2005年7月22日通告：“每日銀行間外匯市場美元對人民幣的交易價仍在中國人民銀行公佈的美元交易中間價上下0.3%的幅度內浮動，非美元貨幣對人民幣的交易價在中國人民銀行公佈的該貨幣交易中間價上下1.5%的幅度內浮動。”

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 2005年9月14日<中國人民銀行關於進一步改善銀行間外匯市場交易匯價和外匯指定銀行挂牌匯價管理的通知>（銀發〔2005〕250號）  
([www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1603](http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1603))  
於2005年9月23日發佈：
- 銀行間外匯市場
- 每日銀行間即期外匯市場**非美元貨幣**對人民幣的交易價在中國人民銀行公佈的該貨幣當日交易中間價上下**3%**的幅度內浮動，比7月22日的上下**1.5%**的幅度擴闊了。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 自2006年1月4日起，在撮合市場(中國外匯交易中心)外，銀行間即期外匯市場上引入詢價交易(簡稱**OTC方式**)。
- 銀行間外匯市場交易主體可自主選擇**OTC方式**與撮合方式，進行即期外匯交易。交易方式的多樣化決定了銀行間撮合市場收盤價不再具有廣泛的代表性。在新的市場框架下，**做市商 (market makers)**將成爲銀行間外匯市場流動性的主要提供者和市場風險分散的主渠道，做市商通過**OTC方式**、撮合方式及櫃檯交易方式使外匯市場形成統一聯動的價格傳導機制。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 自2006年1月4日起，中國人民銀行授權中國外匯交易中心於每個工作日上午9時15分公佈當日人民幣對美元、歐元、日元和港幣匯率中間價，作為當日銀行間即期外匯市場（含OTC方式和撮合方式）以及銀行櫃檯交易匯率的中間價。從2006年8月1日起公佈英鎊對人民幣匯率價格。
- 人民幣兌美元匯率中間價的形成方式是：中國外匯交易中心於每日銀行間外匯市場開盤前向所有銀行間外匯市場做市商詢價，並將全部做市商報價作為人民幣兌美元匯率中間價的計算樣本，去掉最高和最低報價後，將剩餘做市商報價加權平均，得到當日人民幣兌美元匯率中間價。



## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 權重由中國外匯交易中心根據報價方在銀行間外匯市場的交易量及報價情況等指標綜合確定。人民幣兌歐元、日元和港幣匯率中間價由中國外匯交易中心分別根據當日人民幣兌美元匯率中間價與上午9時15分國際外匯市場歐元、日元和港幣兌美元匯率套算確定。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 自2007年5月21日起，銀行間外匯市場可在人行通過外匯交易中心的中間價上下的幅度內浮動，由0.3%增至**0.5%**，以增加匯率彈性。2007年，銀行間外匯市場有242個交易日，其中人民幣升值的有151個交易日，貶值的有91個交易日。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 國際慣例是一籃子貨幣的加權公式並不公開。但人行行長周小川2005年8月10日作了些透露(在中國人民銀行上海總部揭牌儀式上的講話，[www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&id=169](http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&id=169))。
- 他提出了4個考慮原則：
  - ——以著重考慮商品和服務貿易的權重作為籃子貨幣選取及權重確定的基礎。
  - ——適當考慮外債來源的幣種結構。
  - ——適當考慮外商直接投資的因素。
  - ——適當考慮經常項目中一些無償轉移類項目的收支。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- “從我國現階段的國情看，商品和服務貿易是經常項目的主體。因此，籃子貨幣的確定也是以對外貿易權重為主的。美國、歐元區、日本、韓國等目前是我國最主要的貿易夥伴，相應地，美元、歐元、日元、韓元等也自然會成為主要的籃子貨幣。此外，新加坡、英國、馬來西亞、俄羅斯、澳大利亞、泰國、加拿大等國家與我國的貿易比重也較大，這些國家的貨幣對我國的人民幣匯率也是很重要的。一般而言，與我國的年雙邊貿易額超過100億美元，在權重中是不可忽略的，50億美元以上也是不算小的。”

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 周小川行長提及了11個國家的貨幣，**4個“主要”**，**7個“很重要”**：最主要貿易夥伴的美元、歐元、日元、韓元“自然會成爲主要的籃子貨幣”。而新加坡、英國、馬來西亞、俄羅斯、澳大利亞、泰國、加拿大等國家的貨幣“對我國的人民幣匯率也是很重要的”。不過，他沒有提到每一個貨幣的具體“權重”。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 參考一籃子牽涉的問題包括下列。
- (1) 籃子的構成：周小川行長已作出透露。
- (2) 各種貨幣的權數(weights)：最簡單的是採用貿易權數，但這不一定屬最優，因為貿易所使用的貨幣未必是伙伴的貨幣。此外，參考一籃子時的目標函數(objective function)很可能不單針對貿易平衡或國際收支平衡，而是包括內在經濟目標。只有非常特殊的情況下貿易權數才會最優。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 向前展望，人民幣將漸進式地解除外匯管制，匯率可能但不一定更有彈性。自由兌換與匯率浮動之間，沒有必然關係。
- 在目前的形勢下，人民幣對美元的匯率上升，**好壞參半**。壞處是系統性的預期(systematic expectations)會引起甚或加強上述的投機性資金湧入，為日後的可能危機埋下炸彈；它亦增加了央行通過沖銷(sterilisation)操作來調控貨幣供應的難度。好處却是，資金令到中國外匯儲備膨脹，它可以把部份用來注資金融機構，紓解其不良資產及資本不足問題，另方面亦可以之購買國際上重要的資源(包括能源、礦產和其他戰略物資)。

## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

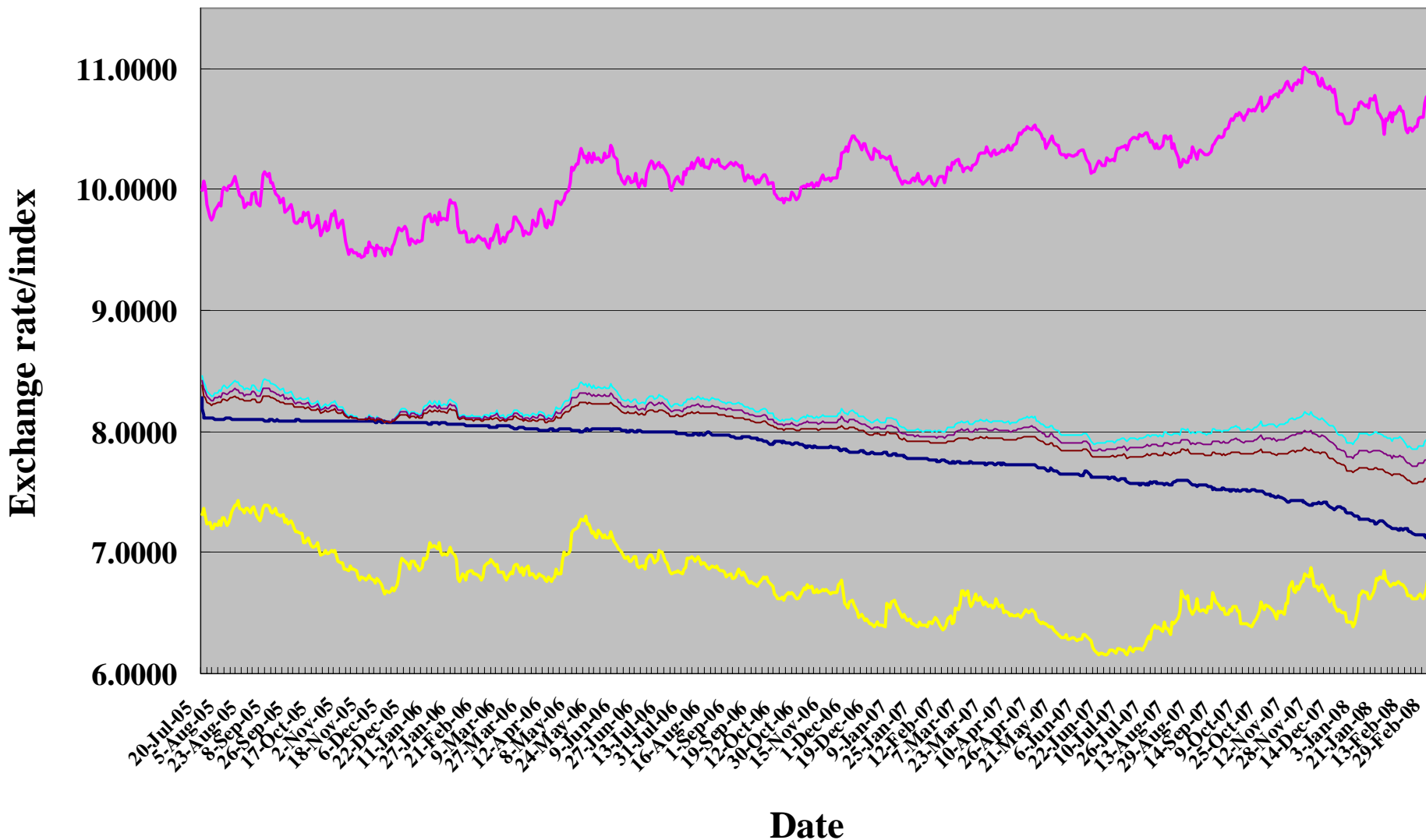
- 理論上，最佳策略是增加人民幣匯率的浮動彈性，但不鎖入一個單向的預期，可在5%-10%的移動範圍內顯著上落(with bear squeeze)，使短線投機者無利可圖，並提升對沖過剩流動資金的效率(efficiency of sterilization)。
- 問題是引入隨機性的波動(random fluctuations)，會對金融體系產生不穩定因素。這種有風險的策略，必須小心處理。
- 另一重點，就是不要過急地實現人民幣的完全自由可兌換，但資金有秩序流出(outflow) (所謂排洪)的機制可較快建立。



## 四、人民幣與參考一籃子貨幣

- 下圖是我對“參考一籃子”到2008年2月底每一個交易天的非常粗略的“追蹤”。
- 我假設三個簡化的籃子中的權重分別順序為美元(USD)，歐元(EUR)和100日元(JPY)：
- **Basket C: 50.00%, 25.00%, 25.00%**
- **Basket E: 60.00%, 20.00%, 20.00%**
- **Basket G: 70.00%, 15.00%, 15.00%**
- 2008年2月29日，相對於2005年7月20日，人民幣兌美元升值了16.47%，兌歐元反而貶值了7.32%（最強在2005年11月中，升5.83%），兌日元則升值了7.77%。在三個籃子內最強的指數出現於2008年2月19日及20日；相對於2005年7月20日，升幅分別為7.78%、9.24%及10.77%。

# Rough Tracking of the "Basket"



Source: State Administration of Foreign Exchange

# 結語

- 總言之，中國內地須通過改革，建立資源及資金更合理流動與配置的經濟體感度。增加投資主體和消費者對價格的敏感性。這樣，政府才可有效地從以量的行政調控為主轉移至以價格(利率或匯率)調控為主的宏觀經濟政策。
- 改革看來會不斷進行。2005年7月人民幣匯率的制度變化無疑是衆多里程碑的其中之一。外匯管制亦將有秩序地放寬。
- 但是，問題十分複雜，跟嚴重的世界經濟結構矛盾有關。進程不會是越快越好。

# 結語

- 在大量投機性資金湧入之下，為了有效地推行貨幣政策，人民幣的匯率不能夠不增加彈性。但綜合考慮，中國政府又不應完全放開匯率和急速地達致雙向的自由兌換。中國目前表面上極端有利的國際收支狀況，會持續多久，為政者必須居安思危。
- 值得深思的，是中國經濟的發展策略，外匯制度只屬其中的一個構成部份，甚至並非關鍵的部份。