

人民幣匯率的展望

童振源

頻果日報，2005 年 8 月 31 日

7 月 21 日人民幣匯率升值 2%。在過去一個多月期間，雖然人民幣匯率有升、有貶，至 8 月 29 日人民幣仍升值大約 0.2%。人民幣匯率的變動已經形成中國政府相對於國際投機客與美國政府的多邊博弈局勢。這場匯率博弈對中國形成的挑戰恐怕不下於中國加入世界貿易組織的衝擊。

從國際經濟的角度而言，7 月 21 日人民幣微幅升值 2%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 年預計高達 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%。雖然中國官方沒有公布 7 月份的數字，但根據渣打銀行的估計，7 月中國外匯存底約增加 336 億美元，同比激增 54%，比今年上半年外匯存底每個月平均增加大約 170 億美元的速度快很多。

其次，近年來，中國人民銀行（人行）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%，貨幣政策的獨立性遭到嚴重的挑戰。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。

再者，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

致認為人民幣升值仍處於起步階段，到今年底人民幣升值的幅度從 5-11% 都有可能，平均估計的升值幅度為 6%，達到 7.65 人民幣兌 1 美元。7 月 23 日，人行行長周小川竟公開表示，升值 2% 是「一個初始的匯率調整」，這犯了匯率政策的大忌，讓市場預期人民幣未來會持續升值。雖然人行在事後多次慎重澄清此說法不是要進一步調整匯率，但是 8 月 29 日周小川卻又表示，中國最近的外匯制度改革並非一次性調整，而且表示「市場力量扮演的角色將越來越重要。」這又暗示人民幣可能繼續升值。

在此預期之下，國際熱錢持續湧入中國的態勢至今仍未有改變的跡象，仍將造成人民幣繼續升值的龐大經濟壓力。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均衡的金額，應該可以得到進入中國一個約略的投機熱錢規模。今年上半年，平均每個月的投機熱錢為 54 億美元，但 7 月份的熱錢卻高達 187 億美元。

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（Charles Schumer）和葛拉漢（Lindsey Graham）在七月底已經重申，若中國不進一步調整人民幣匯率，他們將如期在十月提出法案，向中國所有進口貨品徵收 27.5% 的懲罰性關稅。

中國政府的多項訊息似乎也印證人民幣匯率可能繼續升值與匯率浮動區間放寬的可能性。7 月 28 日，人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，因而不要指望人行會控制匯率的漲跌。8 月 4 日，在第二季「中國貨幣政策執行報告」中，人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」。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。

從以上國際經濟、國際政治、與中國政策訊息三個層面分析，人民幣匯率升值 2% 應該是長期逐漸升值的第一步，人民幣繼續微幅升值似乎是目前最可能的一種方式。