

人民幣短期內不應該貶值， 長期則視國際經濟局勢而定

童振源

SAIS/ Johns Hopkins University

發表於「經濟前瞻」，第六十期，98年11月5日，頁33至35。

六月下旬，為因應亞洲金融危機而召開的七大工業國與亞洲十一國副財長會議，一致讚揚中國捍衛人民幣匯率的政策。同時，美國總統柯林頓在與江澤民舉行高峰會時，公開褒揚中國捍衛人民幣的舉措，是展現大國的政治風範，也對亞洲經濟穩定做出非常大的貢獻。一時之間，中國的捍衛人民幣，相對於日本經濟的萎靡不振及日圓匯率大跌，將中國塑造成亞洲金融危機的英雄，大幅改善了中國的國際形象。

然而，中國其實是外強中乾，對於自身的經濟困難、內外煎熬，確是有口難言。儘管江澤民與朱鎔基等中國領導人已經公開表示，日圓的貶值對人民幣匯率的維持相當不利，更可能影響中國今年實現8%的經濟成長目標。但是，目前中國經濟發展的癥結並不在於人民幣貶或不貶。如果人民幣貶值，將會引爆新一輪的亞洲金融風暴（競爭性貶值）、拖累香港經濟、及破壞中國好不容易建立的國際形象。人民幣貶值對於中國出口的競爭力也沒有太大的幫助。一半以上的中國對外出口是加工出口，中國只不過扮演國際分工的一環，提供廉價的勞力服務。根據一九九七年的統計數據，中國加工出口對美國的出口額為233.6億美元，佔中國對美出口的71.4%。根據美國布魯金斯研究所分析，加工出口在中國所增加的附加價值僅僅25%。因此人民幣貶值將會提高進口原料價格，使中國出口的受

益相對減低，對於中國經濟成長實在沒有太大助益。所以，中國目前經濟要能維持 8% 的高增長率，在出口市場方面不是要借助人民幣貶值來增加競爭力，而是要寄望於亞洲地區經濟早日復甦及日本採取擴張的財政、貨幣政策來擴大對中國出口的需求。

事實上，東南亞的貨幣貶值對中國的出口競爭力影響並不大，因為東南亞的出口產品絕大多數也是「來料加工」型的，進口成本約佔這些國家出口總值的 60%。亞洲金融危機發生後，在競爭激烈的美國與歐洲市場，中國的出口不降反升，即是最好的例子說明中國的出口競爭力沒有受到人民幣不貶值的重大衝擊。然而，亞洲金融危機將使得亞洲整體的經濟成長急遽放慢，如果包括日本在內，亞洲經濟成長預計將大幅滑落到低於世界平均水平的 2%。在高達 60% 的中國出口產品流向這個地區的情況下，這將嚴重影響亞洲市場對中國出口的需求。此外，日圓的大幅貶值對於中國的出口產品並不產生直接的影響，因為中國的產品並沒有與日本的产品在國際市場上互相競爭。但是，日本是中國的最大貿易國，如果日本經濟持續低迷，將嚴重影響中國的出口。

面對嚴峻的國際金融危機之外在環境，中國便要寄望中國內需市場的擴張來拉抬經濟增長；同時，透過市場合理的轉型，使國內資源更有效率地被利用，進而增進生產力及國際競爭力。在亞洲金融危機爆發之前，中國才剛經歷一九九四年高達 21% 的通貨膨脹，而於一九九六年完成「經濟軟著陸」，也就是經濟維持 9-10% 的高成長、通貨膨脹率則下降至去年底的 1.2%。然而，中國經濟潛在的結構性問題與制度性缺陷，尤其在東南亞金融風暴之後，將促使中國的經濟與社會更加不穩定。其中最嚴重的三大問題包括嚴重的失業（及下崗職工）問題、國營企業的改革、及金融機構的改革。這三大問題將是阻礙中國經濟成長的最大障礙，甚至可能引發經濟與政治危機。

嚴重的失業問題已經漸漸危及社會穩定、甚至政權的穩定。根據中國官方最近公佈的調查指出，如果計算下崗職工在內，去年城鎮實際失業率為 9.36%，超過 8% 的安全線。在六月二十一日，江澤民接受美國新聞週刊的訪問時坦承，中國只能承受 3.5% 的失業率（不含下崗職工）。根據機構合併前的中國勞動部的官方數據，1997 年底，全國企業共有下崗職工 1151 萬人，其中國有企業下崗職工 787 萬。另外，城鎮地區上有約 2600 至 3800 萬的隱性失業或不充分就業人口，而農村地區也有 1.5 至 2.2 億剩餘勞動力需要移轉。根據中國人權民運信息中心的資料，僅今年上半年，中國下崗工人上街頭示威至少一千次以上。根據中國官方的資料，一九九七年夏天，湖南、江西、福建、四川等地有超過 60 萬工人抗議，其中四川一地還遭當地武警鎮壓；同時，內蒙及新疆地區亦發生數起暴動，造成 50 人死亡及 250 人受傷的慘劇。在 1997 年一年之中，因為失業下崗、生活無著、工資拖欠、貧病交加等原因而發生的上訪、”鬧事”案件被縣級以上部門受理立案的就達 44700 件，比 1996 年增加 56.2%。民怨沸騰，已經直接威脅到中國的社會及政治穩定。根據美國商業週刊的報導，中國必須維持經濟成長率為 7% 以上，才能產生足夠的工作機會，來吸收每年進入就業市場的六百萬勞動力及國營企業改革預計下崗的一千二百萬員工。因此，中國國家發展計畫委員會主任在今年五月中旬表示：「確保 8% 的（經濟）增長速度具有非常重大的意義……只有較快的增長速度，才能為加快結構調整、深化各項改革、舒緩就業的矛盾創造更好的條件。」

國營企業的重大改革雖然已經成為中國中央領導人的一致共識，但是橫亙在眼前的困難卻是居歷來經濟改革之冠。截至 1995 年底，中國共有三十萬左右的國營企業，雇用一億二千萬工人，也就是約六成五的城鎮就業人口，擁有全國企業總資產的一半、總投資額的三分之二、及國內信用貸款總額的四分之三。然而，在 1996 年，有 50% 的國營企業由於沒效率或不具競爭性而處在虧損的狀態（1994 年時才三分之一左右）。國營企業的虧損金額從 1978 年的每年 43 億人民幣急速

增加到 1996 年的每年 791 億元。如此，政府對國營企業的財政補助及國有銀行的鉅額貸款，不僅造成中國財政政策與貨幣政策的嚴重限制，同時也造成金融體系的嚴重危機，使得多數國有銀行瀕臨破產。截至一九九六年為止，國營企業所造成的呆壞帳最少有美金一千四百五十億元。以中國公開的美金五百四十億的銀行資本額，中國的國有銀行可以說破產三次有餘。而且，這些呆壞帳正以每年 500-600 億人民幣的速度在累積。儘管當局仍可採國家預算吸收的方式及發行公債沖銷部份呆壞帳，以避免影響金融及經濟的穩定，然而這勢必對原已負擔沉重之國家財政，造成雪上加霜的效果。一九九八年中國中央財政到期需歸還的國內外債務本息為 2348.6 億人民幣（比上年增加 431.8 億元），加上當年的預算赤字 460 億元，中國國內外債券當年的發行額總高達 2808.6 億人民幣。根據世界銀行的評估，自從 1982 年以來，銀行的呆壞帳與沒有效率的國營企業導致中國每年平均經濟成長率減少 3%。

在這次亞洲金融風暴期間，中國之所以能避過一劫，並非中國領導人有何過人之處，而是因為中國外匯資本帳不開放，再加上政府仍嚴格管制金融市場，企業界咬緊牙關，才能勉強度過。事實上，中國目前潛在的金融危機程度與深受金融危機之害的亞洲各國相比，實在有過之而無不及。在上海的金融與製造業中心的浦東開發區，總辦公室面積在 1997 年達到一千三百五十萬平方呎，是一九九四年存量的五倍，但是百分之七十都是空房。深圳也有類似的情形，它的辦公室面積的存量足以供給未來三年市場的需求而有餘。另一方面，儘管中國在今年初仍採取通貨緊縮的政策，但是進入中國股市的資金卻源源不絕，據三月十三日的統計，中國 A 股市場的流通總市值已達 4832 億人民幣。顯示中國目前已經出現泡沫經濟的徵兆。在銀行方面的呆壞帳情形更為嚴重，根據中國人民銀行的統計，四大國有銀行在這方面的比例已經從 1994 年底的 20% 升高到 1997 年底的 25%。比起金融危機發生前的南韓與泰國，這樣的比例高出非常多。這些呆壞帳已經超過中國國內生產毛額的 18%，遠超出中央政府財政能力所及。更嚴重的

是，15%至 20%的國營企業銀行貸款是用來償還貸款利息。如果銀行無法再繼續貸款給他們，將會產生嚴重的財務清償危機。而這樣的危機，將使中國的金融財務損失超過 20%的國內生產毛額。

就長遠而言，中國如果要持續經濟成長、避免金融危機、加入世界貿易組織，中國勢必要改革國營企業與金融體系的沉痾，以提昇總體的生產力。然而其中所產生的嚴重失業問題，又必須藉由短期與長期的經濟成長趨勢來吸收。因此，如何透過總合需求的增加，來維持經濟成長，進而解決失業率、維持社會及政權穩定、順利完成國營企業與金融體系改革，實是中國政府當前的要務。然而，亞洲的金融風暴使得各國貨幣嚴重貶值，在中國堅守人民幣匯率的情況下，使中國的出口喪失一部份競爭力。事實上，亞洲金融風暴所引發的更嚴重後果是亞洲地區市場的嚴重萎縮，正打擊中國的經濟發展。過去幾年，出口對中國經濟的貢獻一直高達 30%至 40%，預計今年將大幅降低。根據中國最新的官方資料顯示，五月份中國出口已經下降 1.5%，這是二十二個月連續增長後的首次負成長。其主要原因不應該是中國堅守人民幣，而是亞洲經濟成長的停滯，因為中國的出口大多屬於加工出口品，如果人民幣貶值，事實上也會增加製造成本。身為中國第一大國外市場的日本，目前正因國內經濟嚴重不景氣，甚至已經連續兩季負成長，日圓匯率又一直貶值，使得中國未來的出口市場的前景更是黯淡。最近，美、日兩國聯手拉抬日圓、日本也進一步採取擴大內需市場及景氣復甦的措施，才使得中國政府稍微緩了一口氣。

過去四年，直接外資利用一直佔中國國內總投資的 20%左右，使中國成為全世界第二大外資的接受國。一般而言，專家預估未來進入中國的直接外資也將大幅滑落，因為中國外資主要來源的亞洲國家（尤其是投資中國佔 70%左右的華人資金）正深受金融風暴之害。同時，亞洲金融風暴也使得中國能在國際金融市場籌措的資本大量縮水。去年一年，中國總共在國際資本市場獲得 75 億美元的資

金，然而今年前半年，卻只獲得美金幾億元。

除了無法以出口來增加總合需求之外，中國國內消費、投資也都低靡不振，中國目前唯有透過增加公共支出來刺激經濟成長。中國預計在今年增加固定資產投資 15% 以上，來拉動經濟成長。但是中國第一季的經濟增長率僅達 7.2%，遠低於官方的預估。如果未來固定資產投資仍未見成效，出口又持續下降，恐怕中國經濟成長的速度將會趨緩，無法達成 8% 的目標。如此將導致一連串的惡性循環，失業率再提升、國營企業改革更加困難、金融體系改革遙遙無期、經濟發展進一步停滯、失業率再增加……。如果中國還不願放低姿態，與各國（包括台灣）合作解決這些潛在的危機，恐怕會一發不可收拾。

參考文獻：

- Central Intelligence Agency, *China's Economy in 1995-1997*, December 1997, USA.
- International Monetary Fund, *IMF Staff Country Report*, No. 97/72, Ch. 1, Sep. 1997.
- Lardy, Nicholas, "China and Asian Contagion", *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 4, July/August 1998, pp.78-88.
- State Statistical Bureau of China, *China Statistical Yearbook*, 1997.
- Tung, Ricky, "Market-oriented reform of state-owned enterprises in Mainland China", *Issues & Studies*, Vol. 31, No. 2, February 1995, pp. 1-20.
- , "The bankruptcy system of Mainland China's state-owned enterprises", *Issues & Studies*, Vol. 33, No. 1, January 1997, pp. 23-42.
- World Bank, *China's Management of Enterprise Assets: The State as Shareholder*, 1997.
- , *Policy Options for Reform of Chinese State-Owned Enterprises*, 1996.
- Yeh, Chang-mei, "The reform and dilemma of Mainland's state-owned enterprises", *Mainland China Studies*, Vol. 40, No. 3, March 1997, pp. 66-82.