

# 中國大陸匯率機制改革及其影響

盧世勳、羅雅萱

## 一、前言

爭論多時之人民幣升值問題終於塵埃落定，中國人民銀行於本(2005)年 7 月 21 日無預警宣布，自即日起將人民幣兌美元匯率由原先之 1 美元兌 8.28 人民幣，調升至 1 美元兌 8.11 人民幣，升值幅度為 2.0%，同時宣布多項匯率機制之改革措施，結束 10 年來人民

幣的固定匯率制度，正式步入管理浮動匯率制度。人民銀行表示，新的匯率制度將使人民幣匯率維持在合理的均衡水準。本文將簡介人民幣匯率機制改革之背景與內容、主要國家及國際匯市之反應、人民幣升值的影響，及主要機構對人民幣未來動向之預期。

## 二、人民幣匯率機制改革之背景

### (一) 人民幣匯率制度之沿革

中國大陸在 1994 年建立以市場供需為基礎的管理浮動匯率制度，當時匯率約為 1 美元兌 8.6 人民幣。1997-98 年的亞洲金融危機期間，泰銖等亞洲貨幣競相貶值，但中國大陸官方始終力守人民幣匯率穩定，維持在 1 美元兌 8.28 人民幣上下波動。

### (二) 人民幣匯率機制改革之背景

人民幣匯率機制改革實包括中國大陸本身的經濟問題及國際壓力兩方面。

#### 1. 中國大陸本身的經濟問題

目前中國大陸景氣雖然持續強勁擴張(本年第 2 季經濟成長率仍高達 9.5%)，惟帶動其國內需求的原動力主要來自政府及民間部門

之固定資產投資，而非消費需求。由於固定資產投資快速成長，使得產業普遍出現產能過剩(overcapacity)現象，在原物料與勞動成本居高不下，而產品售價又下跌的情況下，企業獲利空間受到壓縮，恐將嚴重影響其投資意願，如藉由人民幣升值可望降低企業生產成本。

另一方面，自 1994 年以來，中國大陸經常帳及資本帳收支一直保持雙順差，10 年的貿易順差累計達 3,000 億美元左右，復以外匯準備逐年攀升，截至本年 6 月底止已升至 7,110 億美元，致人民幣升值預期心理升高，熱錢大量湧入，導致物價上漲壓力增大，房價明顯飆漲。

## 2. 國際壓力

由於中國大陸對外國際收支失衡，致與他國間經常發生貿易摩擦，國際間頻頻要求人民幣升值之聲浪增強，尤其來自美國民間的壓力，促使美國參議員 Charles Schumer 與 Lindsey Graham 於本年 4 月聯手提出一項法案，要求人民幣升值，否則將對自中國大陸進口商品徵收 27.5% 的關稅。

根據亞洲華爾街日報的報導，美國財政部曾於本年 5 月派遣特使 Olin Wethington 赴中國大陸與相關當局洽商匯率議題。6 月下

旬，Wethington 接獲暗示，中國大陸將對人民幣議題採取行動。隨後美國財政部長 Snow 與聯邦準備理事會主席 Greenspan 與上述二位參議員密商，告知中國大陸將在近期內重估人民幣匯價，條件為撤銷進口關稅的提案，會後兩位參議員即宣布將提案延後再議。人民幣升值的議題顯然已從單純的貨幣政策染上政治色彩。惟中國大陸官方始終強調人民幣匯率改革將堅持主動性、可控性和漸進性三原則。

## 三、人民幣匯率機制改革之內容

中國人民銀行於 7 月 21 日宣布包括人民幣兌美元匯率升值在內之匯率機制改革措施。根據人民銀行公布之人民幣匯率形成機制改革公告，其具體內容如下：

1. 實施以市場供需為基礎，參考一籃貨幣(幣別未公布)進行調節、有管理的浮動匯率制度。人民幣匯率不再釘住美元，形成更具彈性之匯率機制。

2. 人民銀行於每個交易日收盤後公布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，作為次交易日該貨幣對人民幣交易的中間價格。

3. 2005 年 7 月 21 日 19:00 時，美元對人民幣交易收盤價格調整為 1 美元兌 8.11 人民幣，並作為 7 月 22 日銀行間外匯市場上外匯指定銀行間交易之中間價，外匯指定銀行可自此時起調整對客戶的掛牌匯價。

4. 每日銀行間外匯市場美元對人民幣的交易價格仍維持人民銀行公布的美元交易中間價上下 0.3% 之範圍內浮動，而非美元貨幣兌人民幣匯率則由人民銀行公布之交易中間價格上下 1.5% 的幅度內浮動。人民銀行將依市場發展狀況及經濟金融情勢，適時調整匯率浮動區間。

## 四、主要國家及國際匯市之反應

全球各主要國家均對中國大陸匯率機制

的改革表示肯定，G7 國家財政部長與中央銀

行總裁表示，人民幣匯率改革將有助於全球經濟成長。各國央行對人民幣升值多持正面看法，但也表示若匯率波動過於劇烈，不排除將進場干預。

#### (一) 馬來西亞

繼中國人民銀行作上述宣布後，馬來西亞央行隨即跟進，宣布放棄自 1998 年 9 月以來緊釘美元（1 美元兌 3.8 馬幣）的固定匯率政策，改為釘住一籃貨幣、不限制浮動區間的管理浮動匯率制度，且立即生效。

馬國政府係為因應 1997 年發生的亞洲金融危機，穩定經濟情勢，採取資本管制，並實施釘住美元的固定匯率制度。當時所採取的資本管制措施在金融危機解除後，於 1999 至 2003 年間逐步放寬，惟馬幣仍緊釘美元。但自上年以來，人民幣匯率升值的傳聞不斷，助長馬幣升值的壓力，熱錢不斷湧入同樣釘住美元的馬幣市場。

馬來西亞央行總裁表示，馬幣改釘住一籃貨幣，將對馬國經濟產生正面影響。一般預期這將可降低進口成本並抑制通膨，目前馬國通膨處於 6 年高點。馬來西亞本年(2005 年)第 1、2 季經濟成長率分別為 5.8% 及 4.1%，全年經濟成長率預估將在 5% 至 6% 之間，低於上年的 7.1%。

#### (二) 美國

美國財政部長 Snow 對人民幣匯改表示歡迎，認為這展現中國大陸當局讓人民幣匯率隨市場供需浮動的意願。聯邦準備理事會主

席 Greenspan 則表示，中國大陸已踏出良好的第一步，未來人民幣將隨大陸經濟高度成長而有更大的調整空間。惟此次升值幅度不如預期，7 月下旬美國再次派出特使 Wethington 赴中國大陸表達對人民幣匯率持續向上調整的期望，並了解中國大陸政府短期內對於人民幣匯改的規劃。

#### (三) 香港

香港金融管理局(HKMA)表示，香港將不會跟進而改變已實施 21 年的聯繫匯率制度，本年 5 月 HKMA 已將港幣由 1 美元兌 7.8 港幣的中心匯率放寬至 1 美元兌 7.75 至 7.85 港幣的波動區間，人民幣升值後，當日港幣曾升至 1 美元兌 7.76 港幣，未來伴隨熱錢湧入香港，港幣匯率或將挑戰 7.75 港幣兌 1 美元之區間上限。但 HKMA 表示，將全力捍衛 7.75 港幣之關卡。

#### (四) 其他國家

日本央行表示，中國大陸使其貨幣更具彈性且更能反映市場供需。南韓財經部表示，人民幣只升值 2.0%，對南韓經濟影響不大。南韓央行為觀察人民幣匯改之後續發展，於 7 月 22 日成立特別行動小組，經過連日的觀察，認為人民幣匯改對南韓經濟不存在不利影響後，於 7 月 26 日宣布解散該行動小組。

#### (五) 國際匯市之反應

7 月 21 日 19:00 人民幣升值消息一傳出，亞洲主要貨幣如日圓、韓元、新加坡幣及泰

銖對美元的匯價 22 日開盤後立即應聲大漲，數日則普遍回穩(見附表)。惟隨後打住，且平均漲幅低於 2%，之後連續

附表：亞洲主要貨幣兌美元匯率升貶幅度

單位：%

幣別	7/22	7/25	7/26	7/27	7/28	7/29	8/1	8/2	8/3	8/3 與 7/21 比較
人民幣	2.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	2.1
馬來西亞幣	0.5	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	1.4
新台幣	1.0	-0.3	-0.4	-0.3	0.0	-0.1	0.2	0.2	-0.2	0.2
韓元	1.3	0.9	-1.2	-0.5	0.3	0.4	-0.2	0.6	0.2	2.0
日圓	-1.0	-0.0	-1.0	0.1	0.2	-0.4	0.3	0.8	-0.1	-0.7
新加坡元	-0.5	-0.1	-0.5	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	0.0
泰銖	-0.3	0.0	-0.5	-0.2	-0.4	0.3	0.3	0.6	-0.1	0.1

註：各日的數字為當日收盤價與前一日比的升貶幅度。

資料來源：路透社

## 五、人民幣升值的影響

人民幣升值所帶來之影響，包括對中國大陸及亞洲各國之影響。

### (一) 對中國大陸之影響

根據亞洲開發銀行 (ADB) 之預測，人民幣升值 2% 將使中國大陸 2006 年的經濟成長下降 0.25 至 0.5 個百分點，但整體而言對經濟成長與就業影響不大。

近期因美元對歐元與日圓持續走強，因此包括德意志銀行等多家外資機構認為此次人民幣匯率的調整時機掌握得當，將可改善包括與美國等主要貿易夥伴之經貿摩擦，並有助於抑制企業進口成本，擴大內需，啟動消費，帶動中國大陸經濟成長與轉型。

人民幣升值雖對中國大陸的電子、紡織與汽車零件等著重出口、勞力密集的產業造成影響，但航空、汽車、地產與公用事業等

則將直接受益。另香港的旅遊業則因其旅遊人口的 56% 來自於中國大陸而將受惠。

### (二) 對亞洲各國之影響

人民幣與馬幣相繼與美元脫鉤，可讓亞洲各國貨幣政策更有彈性，在維持低利率水準，又無通膨之顧慮下，提振內需，帶動經濟成長，長期而言將可促進亞洲經濟結構性的調整，由出口導向轉向內需成長。在產業方面，金融、公用事業與地產相關產業為主要受惠者。

人民幣升值將使大陸電子、紡織業的競爭國印度與墨西哥等國受惠。此外，供給中國大陸內需市場的跨國企業亦將受益，但以大陸為生產基地而出口的廠商，例如大陸台商則會受到不利影響。

## 六、主要機構對人民幣未來動向之預期

此次中國大陸匯率機制改革，因人民幣升值幅度低於市場預期，致人民幣未來是否進一步升值，備受矚目。

### （一）國際投資機構看法分歧

近來各界對人民幣再次升值的預期心理濃厚，但各投資機構對人民幣是否將在短期內持續向上調整則看法分歧。包括摩根史坦利與瑞士信貸等多家外銀認為今年內人民幣匯價再次重估的可能性甚低。UBS、雷曼兄弟、德意志銀行與高盛等投資機構則認為人民幣在未來半年至1年內將升值5%-11%。道瓊社7月27日公布對全球14家主要外匯銀行的調查，預期1年後人民幣匯率升值6%（採預測值中位數）。根據國際衍生性金融商品市場目前對人民幣遠匯的報價，在本次

升值前市場原先預期人民幣匯價將在12個月後升值5%，但目前12個月NDF（無本金交割遠期外匯）的合約報價則顯示市場預期人民幣將在1年後再升值4.7%。

### （二）中國官方的態度

中國大陸官方為了防堵熱錢流入，始終否認人民幣再次升值或匯率制度再度鬆綁的可能性。人民銀行貨幣政策委員兼國家統計局局長李德水表示，中國大陸的銀行與貨幣體系未臻完善，人民幣在5年內不會開放完全自由兌換。人民銀行亦於本年7月26日發表聲明，人民幣匯率制度改革重在匯率形成機制的改革，人民幣匯率初始調整2%，並不代表未來還會有進一步的調整。此舉清楚暗示人民幣今年內再度升值的可能性不高。

## 七、總 結

本次人民幣對美元的升值幅度雖低於一般預期，但外界普遍認為人民幣匯率形成機制的改革，有助於未來匯率調整的靈活性與市場性，強化未來亞洲各國採取更具彈性之匯率制度的預期，符合美國與G7各國和IMF等國際機構的期望。

惟一般認為本次升值幅度過低，政治象徵意義大於實質經濟效益，外界普遍認為人民幣將進一步升值。由於中國大陸採行類似

新加坡的一籃貨幣匯率管理機制，且未公開一籃貨幣的種類及權重，因此市場預期與官方的管理浮動匯率區間勢必出現落差，致使人民銀行持續干預匯率。預期未來中國大陸官方對人民幣匯價的態度、中國大陸國家主席胡錦濤9月的訪美行程及美國財政部10月就匯率操縱問題對國會的報告，均將牽動人民幣與全球匯市的發展。

## 主要參考資料

- 中國人民銀行(2005a),「中國人民銀行關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告」,中國人民銀行公告(2005)第 16 號,7 月 21 日。
- \_\_\_\_\_(2005b),「中國人民銀行新聞發言人就完善人民幣匯率形成機制改革答記者問」,7 月 21 日。
- 路透社(2005),「升值幅度低於預期,新一輪國際熱錢流入將令股債市齊漲」,7 月 21 日。
- \_\_\_\_\_(2005),「中國人民幣走勢以及 11 年開放進程一覽表」,7 月 21 日。
- \_\_\_\_\_(2005),「改革匯率利大於弊」,7 月 22 日。
- 工商時報(2005),「人民幣無預警升值 2%」等相關報導,7 月 22 日。
- \_\_\_\_\_(2005),「馬幣跟進,揮別固定匯率制」等相關報導,7 月 22 日。
- Bloomberg(2005),“Malaysian Ringgit Rises on Peg Removal, First Gain in 7 Years,” July 22.
- \_\_\_\_\_(2005),“Asian Currencies Soar After China Lets Yuan Gain Versus Dollar,” July 22.
- Central Bank Net (2005),“Malaysia scraps ringgit peg to the dollar,” July 21.
- Deutsche Bank (2005),“RMB: The beginning of gradual appreciation,” China Market Strategy, July 21.
- REUTERS (2005),“China Drops Yuan's Peg to Dollar, Will Allow Trading in a Narrow Band...Currency-Basket Approach May Test Economy As Beijing Bows to Pressure by Trade Partners,” July 18.
- \_\_\_\_\_(2005),“An Inevitable Revaluation,” July 22.

(本文完稿於民國 94 年 8 月,作者盧世勳先生現為本行經濟研究處副研究員,羅雅萱小姐為同處國際經濟科辦事員)