

中國的金融難題與全球失衡

朱美智 摘譯

本文摘譯自：Mckinnon, Ronald and Gunther Schnabl, "China's financial conundrum and global imbalances," BIS Working Papers No. 277, Bank for International Settlements, March 2009.

摘要

中國經濟遭受金融難題的原因有二：
(1) 龐大貿易順差（儲蓄盈餘）導致幣別不相配，因為中國是未成熟債權國，不能以本國幣提供融資，相反地在國內金融機構增加外幣債權（主要是美元）。(2) 由於美國施加政治壓力，自 2005 年 7 月 21 日以來，人民幣對美元匯率每年漸進式地升值約 6%。由於這種人民幣恆漲的單向走勢，外匯市場所有參與者目前皆預期人民幣對美元匯率將持續升值，所以他們不願意持有美元資產。再者，美國自 2007 年 8 月以來超乎尋常地調低利率，2008 年中期美國聯邦資金利率僅為 2%，使得市場參與者更加不願意持有美元資產。因此，人民銀行必須進行大規模外匯干預來買入美元，以致挹注大量強力貨幣於經濟體系當中。

儘管人民銀行大規模地沖銷外匯準備累積對貨幣基數的影響，中國通貨膨脹仍在上升，過剩流動性甚至波及世界經濟。中國已

從使美歐物價水準走低的力量，轉為使之走高的力量。

由於幣別不相配，使人民幣匯率浮動既不可行也不可取，而且更高的人民幣匯價也不會減少中國的貿易順差。相反地，若要貨幣供給獲得控制，並由民間資本流出來融通貿易順差，則必須回到人民幣釘住美元固定匯率，類似 1995 年至 2004 年之間採行的匯率。但是，為了重新設定的人民幣對美元匯率能成為可信度高的貨幣政策中間目標，外國要求人民幣升值的「責難中國」（China bashing）風潮必須結束。

人民幣匯率穩定將使人民銀行得以，重新取得對貨幣供給的控制及抑制通膨壓力。中國政府始能藉著減稅、增加社會支出及提高公用事業股息發放等措施，來減少貿易順差（儲蓄盈餘）。但只要中國經濟仍然過熱，中國政府將猶豫採取這些減少貿易順差的措施，因為這些措施會使通膨上升。

一、「全球失衡」的兩種概念

(一) 全球貿易失衡：

跨國間龐大淨儲蓄失衡，反映在美國的大量貿易逆差（淨儲蓄赤字），及中國、日本、德國、石油出口國、和許多較小國家的大量貿易順差（淨儲蓄盈餘）。例如，中國的貿易順差自 2000 年以來急遽增加，其整體經常帳順差在 2007 年達到 3,590 億美元（約相當於 GDP 的 10%），幾乎涵蓋美國經常帳逆差 7,500 億美元（約相當於 GDP 的 6.1%）的一半。

就因應對策而言，跨國間儲蓄與投資之間失衡問題在短期內最為棘手；但在長期內，聯合減少大型債權國的超額儲蓄，同時

增加美國的淨儲蓄，在沒有涉及匯率的情況下，可能重新獲得矯正達成平衡。

(二) 國際金融中介失衡：

中國相對於美國的龐大經常帳順差，出現大規模的金融中介失衡，亦即中國貿易順差的融資方式，不像德國、日本等大量淨儲蓄盈餘國家一樣，係藉由正常的民間短期資本或長期資本流出，相反地是倚靠人民銀行累積大量外匯準備，其中很多投資於美國政府債券。

本文主張，在解決全球貿易失衡問題，使全球淨儲蓄傾向重新平衡之前，最好先使匯率穩定，俾克服國際金融中介失衡問題。

二、造成國際金融中介失衡，使中國面臨金融難題的原因

(一) 中國是未成熟債權國，有幣別不相配的問題：

1、未成熟債權國（immature creditor country）係指，就其累積的經常帳順差，不能以本國幣提供融資給外國人，原因不是該國的國內金融市場不發達，就是國際資本市場已被主要貨幣先發制人，該主要貨幣來自高度發達金融市場的地區。

2、中國是未成熟債權國的主要例子，因為它無法以人民幣提供融資。它的私人金融中介機構購買美元資產，面臨著巨大的匯率

風險（即潛在匯率波動風險）。例如，中國的商業銀行、保險公司等投資於對外國人的美元債權，其規模與該國巨額儲蓄盈餘相稱，那麼在他們的資產負債表，國外資產將越來越大，相對於國內負債（銀行存款、年金索賠等，均以人民幣計價）。然後，即使不管人民幣恆升（或美元恆貶）單向走勢，只需匯率隨機波動就可能摧毀資本雄厚銀行的淨資產。

(二) 中國患有「儲蓄美德兩難綜合症」，及必須進行外匯干預來抵制人民幣升

值：

1、有著高儲蓄率「美德」的國家傾向於維持經常帳順差，而經常帳順差意味著對外債權增加。但是，這些債權國不能以本國幣進行國際融資。隨著對外債權不斷增加，將會發生兩種情況：（1）債權國美元資產持有者越來越擔心，持續增加美元資產會迫使債權國貨幣升值；（2）外國人開始抱怨債權國貨幣不公平低估，造成債權國連續性貿易順差，以致威脅或將對債權國實施貿易制裁，除非債權國貨幣升值。如果債權國貨幣升值，債權國經濟最終將陷入通貨緊縮泥淖和零利率流動性陷阱當中；如果債權國貨幣不升值，債權國將遭致外國的貿易制裁，同樣蒙受很大經濟損失。該有著高儲蓄率「美德」國家所面臨的兩難困境，稱為「儲蓄美德兩難綜合症」（the syndrome of conflicted

virtue）。

2、為什麼面臨兩難境地之未成熟債權國政府應該進行外匯干預，以抵制貨幣升值，儘管這可能使貨幣供給在短期內失去控制？

（1）本國幣在短期內強力升值，會排擠出口，而出口是經濟成長動力的重要來源。儘管十多年來的高經濟成長，中國的平均每人GDP 仍然很低。搖搖欲墜的經濟成長，可能造成政治不滿和社會動盪。（2）從購買力平價學說來看，本國幣持續升值的長期影響是，最終造成國內物價水準相對於國際物價水準下跌。例如，當日圓兌 1 美元匯率從 1971 年的 360 上升到 1995 年的 80 峰值時，最終使日本相對於美國的躉售物價水準下跌，造成日本經濟在 1990 年代陷入通貨緊縮泥淖及零利率流動性陷阱當中，至今尚未完全復甦。

三、自 1979 年以來，人民幣匯率制度發展的三個階段

（一）第一階段（1994 年前人民幣是不可兌換貨幣）：

1994 年以前，人民幣是不可兌換貨幣。官方匯率和調劑匯率並存。對經常帳交易和資本帳交易實施外匯管制。出口和進口皆必須透過國營對外貿易公司辦理。

人民幣官方匯率由國家外匯管理局制定並公佈。官方匯率從 1979 年 1 美元兌 1.5 元人民幣，逐步貶值到 1993 年年底 1 美元兌 5.8

元人民幣。然而，對出進口或國內物價水準沒有太大影響。

中國在實質產出成長率和通貨膨脹率方面，遭遇「雲霄飛車」式的波動，通貨膨脹率在 1993 年至 1995 年之間達到頂峰。國內資本市場處於發展初期，加上中央計劃經濟體制和直接價格管制放寬採漸進式步調，人民銀行在單獨以國內指標錨定整體物價水準方面，遭遇很大麻煩。

(二) 第二階段 (從 1995 年到 2005 年 7 月 21 日實施人民幣釘住美元固定匯率)：

1994 年是中國進行國內稅制和外貿組織改革的重要年度。中國當局取消對經常帳交易的外匯管制，並將人民幣官方匯率與調劑匯率並軌，實行單一的匯率制度。新的合併官方匯率是 1 美元兌 8.7 元人民幣。到 1995 年，人民幣匯率維持固定在 1 美元兌 8.28 元人民幣，直到 2005 年 7 月 21 日總計持續 10 年之久。到 1996 年，中國達到國際貨幣基金協定第八條款的要求，實現人民幣經常帳完全可兌換性。

中國實施人民幣官方匯率與市場匯率並軌制度，及實現人民幣經常帳完全可兌換性，俾使人民銀行可以採行更加穩定的外部名目目標，來錨定整體物價水準。由於本階段人民幣匯率維持固定，因此通貨膨脹率 and 實質產出成長率的走勢穩定，且通貨膨脹率下降到美國的水準。

(三) 第三階段 (2005 年 7 月 21 日至 2008 年中期人民幣匯率可預期地向上爬升)：

中國人民幣匯率不再釘住單一美元的原因如下：

1、2003 年之後，超乎預期的淨儲蓄盈餘，加上外國直接投資大量流入，導致鉅額的國際收支順差。經常帳順差佔 GDP 比重，從 2003 年的 2% 上升到 2007 年的 10% 以上。中國製造品出口增額的大部分係出口至美國。2004 年中國與美國的雙邊貿易順差，達到美國 GDP 的 1.1%。美國製造業的失業情況使美國政治家極為不安。

2、中國的國際收支順差被經濟學家和政治家錯誤地歸因於，人民幣匯價被人為地低估。2003-05 年官方外匯準備更迅速的累積被視為不公平匯率操縱的證據。因而，美國開始施加政治壓力要求人民幣升值。以紐約參議員 Charles Schumer 和北卡羅萊納州 Leslie Graham 為首，美國政府威脅實行進口關稅來制裁中國，除非人民幣升值。

在 2005 年 7 月 21 日，美元對人民幣匯率調整為 1 美元兌 8.11 元人民幣，升值 2.1%，隨後每年升值大約 6%。在 2007-08 年，市場預期人民幣進一步升值。

四、中國匯率及利率與無拋補利率平價原則的關係

無拋補利率平價原則 (open interest parity, OIP) 係指，兩國匯率升貶反映於兩國利率差距。茲分三段期間來探討：

(一) 與無拋補利率平價原則關係不完整之

期間 (2005 年中期之前) (註 1)：

2005 年中期之前，人民幣對美元匯率穩定。在 2004 年之前，中美之間利差沒有持續變動，儘管中國利率仍較高且較不穩定。

(二) 與無拋補利率平價原則吻合之期間

(2005 年中期至 2006 年年底)：

在 2005 年 7 月 21 日人民幣開始升值。截至 2006 年年底，人民幣對美元匯率呈逐步升值走勢。

到 2004 年中期，在美國出現「責難中國」現象，導致中國相對於美國利率開始下降。到 2005 年初期，中美間利差變成負數。到 2006 年底，中國利率低於美國利率約 4 個百分點。在這段期間，該中美間利差走勢與人民幣對美元匯率變動走勢大略一致，與無拋補利率平價原則吻合。

只要中國民間部門持有大量美元資產，及可預期的人民幣升值速度不大，則人民幣

資產和美元資產之間的投資組合平衡大略可以維持。中國美元資產持有者獲得較高的美元利率，可以抵銷人民幣適度升值的損失。

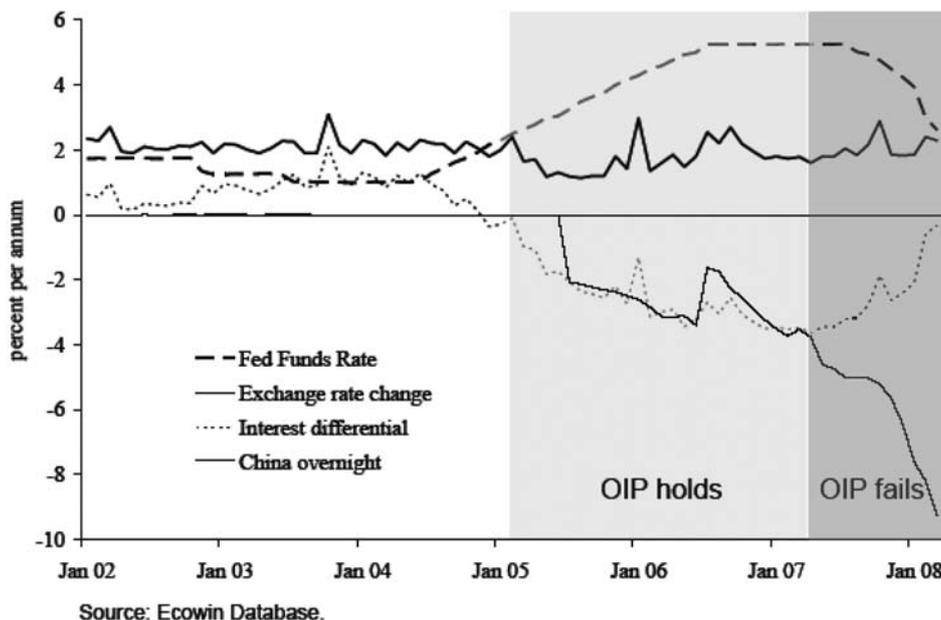
(三) 不符合無拋補利率平價原則之期間

(2007 年初至 2008 年 8 月)：

無拋補利率平價原則仍然可能受到總體經濟衝擊的破壞。在中國，人民幣升值速度增加至 3 至 4% 以上，到 2007 年初，人們開始預期人民幣每年升值 6 至 8%。

此外，美國聯邦資金利率從 2007 年 8 月的 5.25% 猛然地下降至 2008 年 8 月的 2%。因此，人民幣資產利率可能不再被壓低於美元資產利率，以反映人民幣升值的預期。此外，人民銀行為打擊通膨，開始調高人民幣

圖 1 人民幣對美元匯率變動與中美利率差距的關係圖
(2002 年至 2008 年期間)



資產利率，使得局勢進一步惡化。在這段期間，該中美間利差走勢與人民幣對美元匯率變動走勢相反，不符合無拋補利率平價原則。

因此，根據非拋補利率平價原則，人民幣資產和美元資產之間的投資組合均衡情況

失去控制。儘管預期人民幣將繼續升值，但中國利率仍高於美國利率。不出所料，在中國，個人和私人機構拋售美元資產，買入人民幣資產，民間部門不願持有美元資產，除非有政府資助（參見圖1）。

五、中國人民銀行的沖銷操作與其侷限性

隨著市場預期人民幣恆漲，及美國利率相對中國偏低，中國幾乎沒有任何選擇，只能藉著累積官方外匯準備，對其龐大經常帳順差提供融資，同時企圖沖銷官方外匯準備累積所帶來的過多流動性。所採取的沖銷方式如下：

（一）發行中央銀行債券：

人民銀行在 2004 年開始發行中央銀行債券。這些中央銀行債券利率低於市場利率，可以減低沖銷成本。

但是，該方式未能充分沖銷外匯準備累積對貨幣基數的影響，因為中國資本市場的規模小和流動性有限，不容許無限量發行中央銀行債券。

（二）提高法定準備率：

自 2005 年以來，越來越多的官方外匯準備藉著要求商業銀行增加在人民銀行存款餘額，來達到沖銷目的。這些法定準備金利率大幅低於中央銀行債券利率。

此外，要求商業銀行的一些準備金以美元提存，對人民銀行有以下優點：（1）在這

些美元兌換成人民幣之前，人民銀行可以從資本市場先吸納這些美元，使進行官方外匯干預的需求減少。（2）將沖銷成本轉移給銀行業，因為法定準備金利率很低。（3）使中央銀行免於遭受重估價損失，因為人民銀行資產負債表資產方面美元債券人民幣價值下降，與負債方面商業銀行以美元提存準備金人民幣價值下降相稱。

如果沖銷成本及重估價損失被轉移到商業銀行，商業銀行的貸款活動受限於兩方面：（1）對非銀行民間部門債權，被對中央銀行債權所取代。對非銀行民間部門放款減少，反映於放款利率上升。（2）因為重估價虧損減少商業銀行的股本，對非銀行民間部門放款進一步減少。由於這些沖銷操作使中國企業的投資活動減少，同時增加中國的淨儲蓄盈餘，導致經常帳順差進一步擴大。

（三）人民銀行沖銷操作的侷限性：

人民銀行只能沖銷部分外匯準備累積對貨幣基數的影響，在 2007 年大約 70 %。不

斷沖銷操作緊縮國內貨幣供給，並推升國內利率，吸引更多熱錢流入，促使進一步的官

方外匯干預。當 2007 年和 2008 年美國利率大幅下跌時，這種影響更為強大。

六、自 2000 年以來，中國與全球通貨膨脹的情形

(一) 2000 年-2007 年初期間：

人民銀行藉著沖銷操作的進行，能夠抑制外匯準備快速累積的通膨壓力。此外，來自農村地區大量的移民工人湧入工業中心，協助壓低工資和通貨膨脹的上漲壓力。就經濟高成長的中國而言，通貨膨脹仍然異常低，有時甚至轉為通貨緊縮。

廉價的中國製造品出口增加，也使工業國家和其他新興市場經濟體的通膨壓力減弱。來自中國的工資競爭，有助於工業化國家的工資下跌。截至 2007 年，世界各地獲得前所未有的物價穩定，有時被稱為「大溫和」(great moderation) 時期。

(二) 2007 年 8 月以後：

美國利率開始下跌，中國和全世界的通貨膨脹前景發生巨大變化。中國官方外匯準備累積進一步加快，中國貨幣供給成長失去控制。原物料和食品價格上漲。到 2008 年 5 月，中國消費者物價指數上漲 8% 以上。中國工資亦上漲，並推升中國製造品的國際價格。

自 2007 年以後，中國的國內通貨膨脹和人民幣升值，使製造品的國際價格開始飆升。中國經濟過熱對工業原料和初級食品的需求擴增，進一步增大對全球通貨膨脹的影響。中國在世界經濟舞台上已從促進通貨緊縮的力量，轉變為促進通貨膨脹的力量。

七、結 語

就處於美元本位制度下的中國而言，匯率最好在國內貨幣政策執行上扮演重要角色，而不是擔任貿易政策工具。根據將匯率納入的貨幣政策法則，中國應重新訂定人民幣對美元匯率，並隨著時間推移調整國內貨幣政策使匯率保持穩定，如同 1995 年至 2004 年人民幣匯率發展的第三階段。

為了重新設定的人民幣對美元匯率能成為可信度高的貨幣政策中間目標，以消除外

匯市場人民幣恆漲的預期，國際間必須要訂定正式的協議，來結束要求人民幣升值的「責難中國」風潮。如果這樣的協議在今天(2008 年中期)訂定的話，人民銀行應當挑選今天 1 美元兌 6.8 元人民幣匯率為中間匯率，另外將人民幣對美元匯率浮動幅度設定為中間匯率的上下 0.3%。

一旦外匯市場人民幣恆漲的預期被消除，在很大程度上由商業銀行、保險公司、

退休基金等中介的大量民間資本外流將隨之發生，因為這些機構將更樂意將國外資產多樣化。

由於民間部門願意為中國龐大經常帳順差提供融資，人民銀行將可以停止大規模買入美元資產，及重新對貨幣供給取得控制，通貨膨脹率將下降，國內和國際金融中介活

動的效率將有所改善。

當中國的貨幣和匯率制度穩定下來時，其政府可能接著藉由減稅、增加社會支出及提高公用事業股息發放等措施，來減少貿易順差（儲蓄盈餘），而不必擔心短期通膨會加劇。

附 註

(註 1) 中國從 1994 年到 2005 年，採取人民幣釘住美元固定匯率，惟利率與美國利率的趨同程度不完整，原因如下：(1) 因為資本帳開放採漸進式步調，國際資本市場的套利行為仍不完整。(2) 國內利率受制於政治因素，例如，政府管制銀行存款與放款利率。(3) 雖然在人民幣匯率制度發展的第二階段，人民幣釘住美元固定匯率使市場預期保持穩定，但在 2004 年以後，不確定性增加。

(本文完稿於 98 年 4 月，作者為本行經濟研究處二等專員)